



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

AMILCAR DE SOUZA

**BOVESPA: UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO NO PERÍODO
PÓS-REAL**

FLORIANÓPOLIS

2008

AMILCAR DE SOUZA

**BOVESPA: UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO NO PERÍODO
PÓS-REAL**

Monografia submetida à Universidade Federal
de Santa Catarina, como requisito parcial à
obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Orientador: Ricardo José Araújo de Oliveira

FLORIANÓPOLIS

2008

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

AMILCAR DE SOUZA

**BOVESPA: UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO NO PERÍODO
PÓS-REAL**

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota 9,0 ao aluno Amilcar de Souza, matrícula 01206028 na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

BANCA EXAMINADORA

Professor Orientador: Ricardo José Araújo de Oliveira
Presidente

Professora: Elizabete S. Flausino
Membro

Professor: Felipe Wolk Teixeira
Membro

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família, sobretudo aos meus pais, Isabel Lourdes Faisst de Souza e Luis de Souza, pelo incentivo que ao longo destes anos estiveram juntos nesta difícil caminhada, onde consegui cumprir com êxito mais esta etapa da minha vida;

A Deus que sempre me iluminou para que atingisse meus objetivos;

Meus sinceros agradecimentos ao Professor Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira, orientador, professor e amigo, que sempre esteve do meu lado incentivando-me e acreditando no meu potencial.

Aos meus amigos e companheiros de classe que presenciaram e muitas vezes foram partícipes desta árdua caminhada.

“O gênio começa as obras grandes, mas é o trabalho que as termina.”
J. Joubert

SUMÁRIO

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS	07
RESUMO	09
CAPÍTULO I	11
1 INTRODUÇÃO	13
1.1 OBJETIVOS.....	13
1.1.1 Objetivo geral.....	13
1.1.2 Objetivos específicos.....	14
1.2 METODOLOGIA DO TRABALHO	14
1.2.1 Caracterização da Pesquisa.....	14
CAPÍTULO II	16
2 REVISÃO LITERÁRIA.....	16
2.1 Os Mercados e suas Subdivisões	16
2.2 O Mercado de Capitais.....	17
2.3 As Ações e suas Classificações	18
2.4 O Mercado de Ações no Brasil.....	18
2.5 Índice de Mercado	20
2.5.1 Principais Índices	21
2.6 Mercado de Capitais <i>versus</i> Crescimento Econômico	22
CAPÍTULO III	26
3 O DESEMPENHO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO NO PÓS-REAL.....	26
3.1 Estabilização Econômica – Plano Real.....	26
3.2 A Trajetória dos Juros e seu reflexo no Mercado Acionário.....	29
3.3 O Comportamento do Índice Bovespa e os Principais Acontecimentos.....	32
3.4 Iniciativas recentes para o Desenvolvimento do Mercado Acionário no Brasil	41
3.5 Evolução da Participação dos Investidores na Bovespa	41
3.6 A Inserção do Mercado e Capitais para Captação de Recursos	43
3.7 O reflexo do Risco-País no Ibovespa.....	45
3.8 A Migração dos Investidores para Bovespa – Pessoa Física.....	48
3.9 A Participação das Empresas no Mercado Acionário Brasileiro.....	52
3.10 A Consolidação do Mercado Acionário	53
3.11 A Bovespa e as práticas de Governança Corporativa	55
3.12 A Bovespa entre as maiores Bolsas do Mundo	58

3.13 A Bovespa e o <i>Investment Grade</i>	63
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	66
5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68

ÍNDICE DE FIGURAS

Gráfico 01: Evolução do IPCA de 1995 a 2008	28
Gráfico 02: Evolução da Taxa Selic x Ibovespa de 1995 a 2008	30
Gráfico 03: Evolução do Ibovespa de 1996 a 2008	32
Gráfico 04: Evolução do Ibovespa comparado <i>Dow Jones</i> e a <i>Nasdaq</i> de 1994 a 2008....	40
Gráfico 05: Evolução da Participação dos Investidores na Bovespa de 1995 a 2008	42
Gráfico 06: Desembolsos do BNDES em relação a Captação no Mercado de Capitais de 2003 a 2007	43
Gráfico 07: Risco-País (EMBI+) em relação ao Ibovespa 1994 a 2008	46
Gráfico 08: Evolução da Participação das Pessoas Físicas na Bovespa, 1995 a 2008	48
Gráfico 09: Evolução do número de Pessoas Físicas participantes em IPO's de 2004 a 2007	49
Gráfico 10: Evolução do número de Empresas Listadas na Bovespa, 1995 a 2008	52
Gráfico 11: Evolução do PIB com relação à Capitalização Bursátil das empresas listadas na Bovespa de 2004 a 2007	53
Gráfico 12: Evolução do número de empresas por Níveis de Governança Corporativa de 2004 a 2007	57
Gráfico 13: Maiores Bolsas do Mundo em Valor de Mercado	60

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 01: Evolução Investidores Pessoa Física em Relação PIB e Total de CIAs Abertas.....	50
Tabela 02: Variação Percentual Anual da Capitalização Bursátil com relação PIB de 1994 a 2008.	54
Tabela 03: Participação do Brasil comparado com os mercados emergentes através do Índice MSCI GEMs Index	60
Tabela 04: Participação do Brasil comparado com os mercados emergentes através do Índice MSCI World Index	60

RESUMO

Nos últimos anos a Bolsa de valores de São Paulo - Bovespa - auferiu um desempenho extraordinário tornando-se recentemente, com a fusão da Bovespa Holding e Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F, a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado.

Esse notável desempenho teve início com a implantação do Plano Real, em 1994, com o objetivo de controlar a inflação exacerbada, que vinha arrastando-se por décadas, logrando êxito. Com a sinalização, perante a comunidade financeira internacional, de que o Brasil estava disposto a oferecer condições favoráveis para investimentos e aumentar a sua credibilidade, não foram poupados esforços para tal intento. Dentre tais medidas pode-se citar o desenvolvimento de órgãos regulatórios, sólidos fundamentos do lado corporativo, certa estabilidade nas variáveis macroeconômicas domésticas, queda da taxa de juros e modernização da instituição.

Outro fator gerador deste súbito desenvolvimento foi o esforço empreendido para democratização da Bolsa através de vários projetos com o objetivo de informar e desmistificar o mercado de ações, atraindo um crescente número de pessoas físicas, verificado mais acentuadamente após o plano de estabilização econômica, para integrar este mercado.

A soma destes esforços, juntamente impulsionada pelo ambiente favorável no mercado internacional, foram responsáveis pelo aporte considerável de recursos por parte de investidores estrangeiros acarretando um aumento de volume das transações no mercado acionário brasileiro.

Palavras-chave: Bolsa de Valores de São Paulo, Crises Econômicas, Mercado de Acionário, Ibovespa.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN Banco Central do Brasil

BNDES Banco Nacional de Desenvolvimento econômico e Social.

BOVESPA Bolsa de Valores de São Paulo

CVM Comissão de Valores Mobiliários

COPOM Comitê de Política Monetária

DJ Dow Jones

IBOVESPA Índice BOVESPA

IBrX-50 Índice Brasil 50

IPCA Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPO Inicial Public Offering

INVESTIMENT GRADE Grau de Investimento

PIB Produto Interno Bruto

SELIC Sistema Especial de Liquidação e Custódia

S&P Standard & Poor's

BRIC Brasil, Rússia, Índia e China

SFI Sistema Financeiro Internacional

CAPÍTULO I

1 INTRODUÇÃO

O mercado acionário brasileiro nos últimos quinze anos passou por diversas transformações. O início destas transformações aconteceu em junho de 1994, com a implantação do plano real, selando um marco na história recente do Brasil com a estabilização inflacionária e cambial ocorrida após a introdução do mesmo.

Até a implantação do plano real, foram realizadas diversas tentativas de combater o processo inflacionário, que se encontrava arraigado na economia brasileira e impactava diretamente no crescimento do mercado acionário, principalmente nas décadas de 80 e início dos anos 90, com diversos planos econômicos¹, sem sucesso.

Na década de 80, o processo inflacionário estava diretamente ligado à crise econômica mundial², onde a baixa liquidez financeira mundial impactou diretamente na paralisação do fluxo de empréstimos a países que apresentavam maiores riscos. Neste período o mercado acionário brasileiro não apresentou o crescimento duradouro esperado, apesar dos vários incentivos através de isenções fiscais dos ganhos obtidos em bolsa, abatimento no imposto de renda e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES. Ainda que em alguns momentos tenha apresentado um razoável aporte de recursos e um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital, era extremamente vulnerável a choques externos devido à fragilidade das contas externas brasileiras e da dependência de capital estrangeiro.

Outra medida adotada para fortalecer o mercado acionário neste período foi à criação de duas leis, ainda em vigor; Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76) e a Lei dos Mercados de Capitais (Lei nº 6.385/76), sendo esta a criadora da CVM (Comissão de Valores Imobiliários), uma instituição governamental com o objetivo específico de desenvolver, disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. (SANDRONI, 2000)

No período pós-real, reflexo da intensificação da abertura da economia brasileira introduzida no início dos anos 90, que tinha como objetivo o esgotamento do modelo de substituição de importações e a crescente desregulamentação dos mercados internacionais

¹ Planos Cruzado I e II, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor I e II.

² A crise dos 80 foi condicionada pela conjuntura mundial marcada pela inversão do fluxo de capitais das economias emergentes para aplicações em títulos do governo americano devido ao aumento na taxa de juros nos EUA (1979) agravada pelo II choque do Petróleo no mesmo ano.

contribuíram para uma reestruturação da economia brasileira, influenciada pela redução das tarifas de importações e eliminação de várias barreiras não tarifárias. (LACERDA, 2003)

O Brasil obrigou-se a reestruturar o sistema financeiro com o intuito de aumentar o volume de transações e atrair, conseqüentemente, um maior número de investidores estrangeiros, que ainda era incipiente.

Neste período algumas empresas acederam ao mercado externo lançando ADR's³ - *American Depositary Reciepts* principalmente na NYSE - *New York Stock Exchange* e tiveram contatos com investidores mais exigentes, através das práticas de governança corporativa exigidas pela órgão regulador do mercado americano chamado SEC - *Securities and Exchange Commission*.

O moderado crescimento da economia juntamente com a estabilização dos preços e o processo de privatizações atraiu um fluxo de Investimento direto estrangeiro, porém com o aumento do ganho real da economia brasileira, vivenciado com a criação de uma moeda forte - Real - houve uma queda na poupança interna ocasionada pelo aumento do consumo das famílias e conseqüentemente uma dependência de capital externo para financiar seus investimentos. Esta dependência de capital estrangeiro fez com que o mercado de capitais brasileiro sofresse impactos acentuados nas diversas crises financeiras externas como a do México (1995), Ásia (1997), Rússia (1998). Com o câmbio fixo, estas crises atingiram diretamente o país acarretando uma diminuição das reservas. O Banco Central elevou os juros para manter o capital externo no país.

Em 1999, o câmbio passou a ser flutuante, sinalizando uma clara diretriz da alta mobilidade de capitais para atrair os benefícios da poupança externa.

Em 2002, houve uma apreensão por parte dos investidores com as eleições presidenciais refletindo negativamente no mercado acionário brasileiro. Neste mesmo ano foi criado o segmento Novo Mercado, para as companhias que quisessem aderir voluntariamente a práticas de governança corporativa, devido a queda drástica na quantidade IPO's⁴ e no volume captado nas negociações da Bovespa.

³ Ações de uma companhia sediada fora dos EUA, custodiado por um banco americano e que outorga ao acionista todos os títulos.

⁴ IPO é a sigla para a expressão em inglês *Initial Public Offering* que significa a abertura do capital de uma empresa no mercado acionário. Grosso modo, a empresa avalia quanto vale, divide esse valor em diversos pedacinhos - chamados ações - e põe os pedacinhos para serem vendidos na bolsa de valores.

Nos anos seguintes o mercado acionário brasileiro alcançou um crescimento constante, com bons fundamentos macroeconômicos e sem vulnerabilidades de outrora, como a crise dos *subprimes*⁵ que vem atravessando sem muitos percalços e ainda persistem alguns reflexos.

Depois de abrirem seu capital no mesmo ano, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), fundem-se em uma única bolsa passando a chamar-se provisoriamente de “Nova Bolsa”, tornando-se a terceira maior Bolsa do Mundo em valor de mercado.

Culminando, em 2008, com a elevação do *rating*⁶ do Brasil, dado por duas das principais agências de classificação de risco *Standard & Poor's* e Fitch, para *Investment grade*⁷ e pela primeira vez na história atingiu a marca superior aos 70.000 pontos do índice Ibovespa.

Através destas medidas foi possível verificar um desenvolvimento mais consistente do mercado acionário brasileiro, onde a adoção do câmbio flutuante, absorção da Bolsa do Rio de Janeiro pela Bolsa de São Paulo e a criação do Novo Mercado foram primordiais para sua consolidação, pois durante muito tempo era um ambiente em que predominava o capital especulativo e não cumpria sua função de captação de recursos pelo setor privado. (GIANNETTI, 2006).

O trabalho está subdividido em 3 (três) capítulos. O primeiro capítulo engloba os objetivos e a organização do trabalho. O segundo capítulo apresenta uma revisão bibliográfica, o terceiro faz uma abordagem de toda evolução do mercado acionário ao longo do tempo e os estudos comparativos.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo deste trabalho é demonstrar a evolução e o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, através dos diversos fatos ocorridos e as medidas adotadas, analisando seus impactos e efeitos no período pós-real.

⁵ Modalidade de empréstimos imobiliários concedidos a pessoas com dificuldade de pagar as prestações provocando pânico mundial (Jurandir Macedo Sell Jr.).

⁶ Nota de risco de crédito passando de BB+ para BBB-.

⁷ *Investment Grade* traduzido para o português significa grau de investimento, que nada mais é do que uma recomendação de investimento (Christian, 2007).

1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analisar o desempenho e a evolução do mercado acionário brasileiro no período pós-real;
- Fazer uma abordagem, sobre os aspectos relevantes, no desenvolvimento do mercado acionário brasileiro para o crescimento econômico;
- Apresentar uma análise comparativa da quantidade de companhias de capital aberto no Brasil com outros países emergentes e industrializados;
- Verificar a participação dos investidores no mercado acionário no decorrer do período de estudo;
- Constatar, através dos números, as mudanças ocorridas no mercado de ações com a criação dos níveis de governança corporativa;
- Verificar a existência correlativa dos indicadores econômicos com a variação do Ibovespa;
- Determinar os impactos e efeitos das crises econômicas sobre o Ibovespa ao longo do período estudado;
- Estudar os fatores que vem influenciando o comportamento e o bom desempenho alcançado do mercado acionário brasileiro;
- Demonstrar como o mercado acionário brasileiro consolidou-se dentre os países emergentes e as mudanças ocorridas para que atingisse esse patamar.

1.2 METODOLOGIA DO TRABALHO

1.2.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Todo e qualquer ser humano é possuidor de conhecimento, que pode ser adquirido de duas formas distintas: empiricamente e por meios de métodos científicos. O conhecimento descrito como empírico é o proveniente do senso comum, enquanto que o conhecimento científico é provido através de investigação científica.

A monografia pode ser descrita como um ensaio, em que o educando alicerça as bases para um trabalho mais aprofundado. (BEUREN, 2003)

A metodologia engloba todos os métodos e instrumentos utilizados para apurar um resultado. Esta pesquisa, do ponto de vista objetivo, trata-se de uma pesquisa descritiva visando descrever as características de determinada população ou fenômeno e o estabelecimento de relações entre variáveis. Envolve o uso de técnicas padronizadas de coleta de dados e assume, em geral, a forma de levantamento. (GIL, 1991)

Neste estudo, como pesquisa descritiva, pretende-se fazer uma abordagem de todo processo evolutivo e as relações de causalidade do mercado acionário brasileiro.

Dentro da metodologia aplicada nesta pesquisa foi utilizado o método histórico investigativo que consiste em investigar processos, acontecimentos e instituições do passado para verificar a sua influência na sociedade de hoje. Seu estudo, para uma melhor compreensão do papel que atualmente desempenham na sociedade, deve remontar aos períodos de sua formação e de suas modificações. (LAKATOS E MARCONI, 1991)

Para o presente estudo foram utilizados para coleta de dados, jornais, revistas, livros, artigos, monografias, sites de internet, dissertações ou qualquer outro material bibliográfico pertinente ao tema, onde se poderá identificar os novos aportes teóricos que contextualizam e fundamentam o estudo do mercado acionário brasileiro.

Estes dados obtidos serão extraídos e copilados através de softwares⁸ que possam sintetizar graficamente para uma melhor visualização dos resultados alcançados.

⁸ Economática e Microsoft Excel

CAPÍTULO II

2. REVISÃO LITERÁRIA

2.1 OS MERCADOS E SUAS SUBDIVISÕES

O fluxo de recursos de unidades econômicas superavitárias (poupadores) para as unidades econômicas deficitárias (tomadores) produz importantes impactos na economia. Os poupadores, para abrirem mão de seus recursos, cobram dos tomadores um prêmio que podem ser juros ou participação nos lucros.

O sistema financeiro é composto de instituições econômicas que ajudam a promover o encontro entre investidores e poupadores. Assim sendo, estas instituições formam os mercados financeiros, que pode ser definido com sendo o mercado voltado para a transferência de recursos entre os poupadores e os investidores. No mercado financeiro são efetuadas diversas transações com títulos de prazos médios, longos e indeterminado, geralmente dirigidas ao financiamento dos capitais de giro e fixo. (FORTUNA, 1997)

Por sua vez, estas instituições assumem o risco desta transação, onde a sua remuneração é chamada de *spread*, que pode ser definida como a diferença entre a taxa de captação e a taxa de empréstimo.

Assaf Neto (2000) destaca que o mercado financeiro é classificado em quatro tipos de mercados: Cambial, Capitais, Crédito e Monetário. Suas características são:

Mercado de Câmbio - É onde são realizadas operações que envolvem a necessidade de conversão de moedas nacionais e vice-versa. Crédito à exportação e financiamento a importação;

Mercado de Capitais - É o conjunto de operações de prazo médio, longo ou indeterminado. Os recursos destinam-se em geral ao financiamento de capital fixo para as empresas, tendo como intermediário financeiro as instituições financeiras não bancárias;

Mercado de Crédito - É o mercado que opera a curto prazo. Os recursos captados se destinam ao financiamento de consumo para pessoas físicas e capital de giro para empresas, através de intermediários financeiros bancários;

Mercado Monetário - É através do mercado monetário que o governo controla os meios de pagamento (depósitos à vista nos bancos comerciais, mais o volume de papel moeda em poder do público).

2.2 O MERCADO DE CAPITALIS

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários com o objetivo de proporcionar liquidez aos títulos emitidos por empresas e viabilizar seu processo de capitalização. São constituídas pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. (BOVESPA, 2008)

Lopes e Rossetti (1992) destacam que o mercado de capitais é o segmento de mercado que concede financiamento de médio e de longo prazo aos agentes econômicos produtivos podendo ser tanto da área pública quanto da privada. As transações são voltadas, na sua maioria, para investimentos em capital fixo. A maior parte dos recursos financeiros de longo prazo é suprida por intermediários financeiros não bancários. Integram também esse mercado, as operações que se realizam nas bolsas de valores (particularmente com ações).

A abertura de seu capital, pela emissão de ações no mercado, é outra possibilidade para a empresa manter seu programa de investimento sem optar pelo mercado de crédito. Os recursos oriundos da emissão de ações são devolvidos ao investidor através da distribuição de dividendos e da retenção de lucros, que se forem adequadamente reaplicados, valorizarão o preço das ações no mercado. O mercado de ações, assim sendo, é o segmento do mercado de capitais que opera com títulos de renda variável com o objetivo de canalizar recursos para as empresas através do capital de risco. (GITMAN, 1997)

O mercado de capitais é constituído por dois tipos de mercado quanto aos participantes: primário e mercado secundário. O mercado primário é aquele onde “novos” títulos são vendidos sendo que a própria empresa emite estes títulos (ações ou debêntures) que serão ofertadas por intermédio de um banco. Já no mercado secundário ocorre a negociação dos títulos adquiridos anteriormente no mercado primário proporcionando liquidez aos títulos.

2.3 AS AÇÕES E SUAS CLASSIFICAÇÕES

Segundo Gitman (1997), as ações são títulos representativos da fração unitária do capital social de uma sociedade anônima ou companhia, denominação deste tipo de empresa na legislação brasileira, e conferem a seu proprietário o direito de participação nessa sociedade.

O investidor em ações é um co-proprietário da sociedade anônima da qual é acionista, participando dos seus resultados. As ações são conversíveis em dinheiro, a qualquer tempo, pela negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão. (BOVESPA, 1999)

As ações são classificadas em dois grandes grupos: ações ordinárias e ações preferenciais. Podem ser diferenciadas por classes “A”, “B” e “C” ou alguma outra letra que apareça após o “ON” ou o “PN”. Estas características, de cada classe, são estabelecidas pela empresa emissora da ação em seu estatuto social. Quanto à forma são classificadas em: endossáveis, nominativas e escriturais. Ações endossáveis são nominativas que podem ser transferidas no livro de registro de ações nominativas a partir do endosso da própria cautela. Ações nominativas são as que identificam o nome de seu proprietário. Já as ações escriturais, circulam nos mercados de capitais sem a emissão de cautelas, sendo escriturada por um banco, que é o depositário das ações da empresa e que processa os pagamentos e transferências por meio da emissão de extratos bancários. Essas diferenças variam de empresa para empresa, portanto, não é possível fazer uma definição geral das classes de ações. (BOVESPA, 2000)

As ações ordinárias conferem ao seu titular direitos essenciais ao acionista, principalmente a participação nos resultados da companhia e direito a voto nas assembleias da empresa onde cada ação ordinária corresponde a um voto na Assembleia Geral. Já as ações preferenciais conferem ao seu titular prioridades na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo, e no reembolso do capital e diferentemente das ações ordinárias não dão direito a voto ao acionista na Assembleia Geral da empresa, ou restringem esse direito.

2.4 O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

A história da Bolsa de Valores de São Paulo teve início em 1890, quando um grupo de agentes inaugurou a Bolsa Livre, que seria o embrião do que é atualmente a Bovespa.

A Bovespa é o maior centro de negociação com ações da América Latina, concentrando cerca de 70% do volume de negócios realizados na região. (BOVESPA, 2008)

Ao longo de sua história passou por diversas transformações e fatos importantes que seriam responsáveis pela evolução e consolidação deste mercado, nas quais destacam-se a substituição dos cartões perfurados, utilizados para realizar as negociações, passando a ser registrados eletronicamente (1970), a lançamento do *Home Broker*⁹, no final da década de 1990, e o *After-Market*¹⁰ até então inédito mundialmente. Outra importante transformação foi a integração das bolsas brasileiras (2000), que uniu as Bolsas de Valores de São Paulo, do Rio de Janeiro, Espírito Santo, Minas Gerais, do Extremo Sul, de Santos, da Bahia, Brasília, Sergipe, Pernambuco, Paraíba, Alagoas e posteriormente a Bolsa do Paraná e a Bolsa Regional.

Em 2006, com a Bovespa concentrando todas as negociações de ações no Brasil, é implantada uma nova infra-estrutura de tecnologia de informação propiciando, sobretudo a redução de custos de manutenção, retorno de investimentos e uma ágil adaptação ao aumento do volume de transações do mercado acionário brasileiro.

Em 28 de agosto de 2007, quando uma reestruturação societária resultou na criação da BOVESPA Holding, que tem como subsidiárias integrais a Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP) - responsável pelas operações dos mercados de bolsa e de balcão organizado - e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) que presta serviços de liquidação, compensação e custódia. (BOVESPA, 2008)

Em 2007, seguindo uma tendência mundial verificadas em vários países, a Bovespa Holding S.A. juntamente com a e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F S.A) realizaram a abertura de capital e a constituição de uma companhia de capital aberto. Juntas totalizaram a impressionante cifra de R\$ 12,6 bilhões com ambas companhias listadas no segmento Novo Mercado¹¹.

A origem da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) está ligada a duas outras bolsas: Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), criada em 26 de outubro em 1917 por empresários paulistas e ligados ao setor exportador, comércio e à agricultura e a Bolsa Mercantil de Futuros (BM&F), fundada em julho 1985 como uma associação sem fins

⁹ Home Broker é a forma de negociação de papéis (ações) em bolsa de valores pelo meio de ordens emitidas eletronicamente pelos investidores para as corretoras de títulos mobiliários regularmente credenciadas.

¹⁰ Aplicações efetivadas em horário após o fechamento do pregão principal, quando os investidores podem enviar ordens de compra e venda.

¹¹ O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

lucrativos com o objetivo de negociar contratos de mercadorias, principalmente *commodities*¹² e *derivativos*¹³, para pagamento futuro ou à vista. Foi então que em 9 de maio de 1991 as duas bolsas fecharam acordo para unir suas atividades operacionais, aliando a tradição de uma ao dinamismo da outra. Surgiu então a Bolsa de Mercadorias & Futuros, mantendo a sigla de Mercantil de Futuros. (BM&F, 2008)

A transformação mais recente ocorreu em 19 de fevereiro de 2008, quando a Bovespa Holding S.A. e a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F S.A) informaram que seus respectivos conselhos de administração, propuseram aos respectivos acionistas, uma integração das atividades das duas companhias com formação de uma entidade provisoriamente denominada de Nova Bolsa que será uma companhia aberta e registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cujas ações serão negociadas no Novo Mercado.

A Nova Bolsa será a terceira maior do mundo em valor de mercado totalizando US\$ 21,6 bilhões sendo superada somente pela bolsa CME+Nymex, dos Estados Unidos, com um valor de mercado US\$ 36 bilhões e pela Deutsche Börse, da Alemanha com um valor de mercado US\$ 32 bilhões.

A fusão das bolsas brasileiras vai ratificar, definitivamente, nosso mercado de capitais como um dos maiores centros financeiros do mundo e uma das maiores companhias brasileiras em valor patrimonial. Existem estimativas que a nova empresa responderá por 80% do volume médio diário negociado com ações na América Latina e com negócios diários no mercado futuro no valor de US\$ 67 bilhões. (PORTAL EXAME, 2008)

2.5 ÍNDICE DE MERCADO

Os índices de ações são representações da variação dos preços de um conjunto de ações com o objetivo de fornecer ao mercado o acompanhamento e a avaliação do desempenho ao longo de um período, ou seja, demonstram a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo.

¹² Commodities é um termo utilizado pelo mercado relativo a compromissos de compra e venda de produtos básicos com cotação internacional, como grãos, aço, petróleo,

¹³ São *ativos financeiros* que derivam, como o próprio nome já diz, de um outro ativo.

Segundo Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 95) citam que:

“Os índices de mercado cumprem três objetivos principais:
São indicadores de variação de preços de mercado;
Servem de parâmetros para avaliação de performance de portfólios
São instrumentos de negociação no mercado futuro.”

LEITE (1994) destaca que o papel dos índices revela a flutuação média das cotações das ações e exercem importância fundamental nos mercados acionários. Sua divulgação constantemente durante o desenrolar do pregão fornece ao público investidor uma clara noção das oscilações das cotações, sendo possível avaliar as tendências do mercado acionário.

O critério utilizado para seleção das ações impõem uma revisão periódica com o intuito de isolar ações que contenham uma frequência mínima em pregão e um número mínimo de negócios. Caso não apresentem estes critérios, em uma nova formação do índice serão substituídos por novas empresas que passariam a fazer parte do mesmo.

2.5.1 PRINCIPAIS ÍNDICES

Os principais índices brasileiros de ações e criados pela Bovespa são:

- **IBOVESPA (Índice Bovespa):** Calculado desde 1968, é o principal índice da Bolsa de Valores de São Paulo. Reflete o desempenho médio das cotações no mercado de ações mais negociadas no mercado brasileiro. Sua composição é adquirida com ações que obtiveram uma presença de pelo menos 80% das sessões de pregões no período e alcançaram 80% de participação acumulada em termos de números de negócios e volume financeiro nos 12 meses anteriores e também devem possuir uma participação superior a 0,1% do volume total de negócios. Quadrimestralmente é feita uma reavaliação do mercado, com base nos 12 meses anteriores, para manter uma representatividade do Índice ao longo do tempo.
- **IBrX (Índice Brasil):** Calculado a partir de 2 de janeiro de 1997, representa uma carteira teórica composta por 100 papéis (ações) selecionadas em ordem decrescente de liquidez entre as de maior negociação da Bovespa, em termos de número de negócios e volume financeiro. Para fazer parte do índice deve possuir como critérios: a negociação de pelo menos 70% dos pregões ocorridos nos últimos

12 meses e estarem entre as 100 melhores classificadas quanto ao seu índice de negociabilidade também apurados nos últimos 12 meses anteriores.

- Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE): Começou a ser divulgado em 30 de novembro de 2005, com o objetivo de medir o retorno total de uma carteira teórica composta pelos 40 papéis melhor classificados em termos de responsabilidade sócio-ambiental e sustentabilidade. O ISE reflete o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com os melhores desempenhos em todas as dimensões que medem sustentabilidade empresarial. Foi criado para se tornar marca de referência para o investimento socialmente responsável e também indutor de boas práticas no meio empresarial brasileiro. (BOVESPA, 2008)

Os critérios para fazer parte deste índice são: ficar entre as 150 ações com maior índice de negociação dos últimos doze meses e terem sido negociadas pelo menos 50% dos pregões nos últimos doze meses. Anualmente, o ISE é atualizado a partir de questionários que são distribuídos entre as empresas emissoras das ações mais líquidas da BOVESPA.

- Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC): Mede o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa, podendo estar listadas em qualquer segmento: Novo Mercado, Níveis 1 ou 2 da BOVESPA. Os papéis que fazem parte da carteira teórica são ponderados pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado, considerando somente as ações disponíveis para negociação, ou free-float¹⁴, por um fator de governança, que será igual a 2 (dois) para os papéis do Novo Mercado; 1,5 (um e meio) para os papéis do Nível 2; e 1 (um) para os títulos do Nível 1. A participação de uma empresa no índice, considerando todos os seus papéis no IGC, não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas, que são realizadas no final dos meses de abril, agosto e dezembro. (IGF, 2008)

Todos os índices de Bolsas de valores registram movimentos dos preços das ações de carteiras teóricas formadoras do índice captando o movimento do mercado com relação às

¹⁴ Free float é uma terminologia utilizada no mercado de capitais quando uma empresa deixa determinada quantidade de ações à livre negociação no mercado.

mesmas, ou seja, englobam o valor médio em moeda corrente de determinado grupo de ações, consideradas mais representativas no movimento total do mercado ou como vimos de empresas atuantes em determinados setores da economia. A variação do índice capta a tendência da bolsa, podendo ser de alta ou de baixa, em um determinado momento do pregão, ou ao final do dia comparando com o índice do dia anterior.

2.6 MERCADO DE CAPITAIS *versus* CRESCIMENTO ECONÔMICO

A correlação direta existente entre o desenvolvimento econômico de um país e o livre funcionamento do Sistema Financeiro é bastante evidente. O principal argumento para sustentar esta hipótese é que quanto mais desenvolvido seu sistema financeiro maior será seu estímulo a poupança, com o que se amplia o investimento e consequentemente um melhora na sua alocação, em função da concorrência dos investidores pelo seu uso. Neste contexto, os intermediários financeiros alocam recursos com mais eficiência, beneficiando-se do aumento de liquidez dos ativos para oferecer novos serviços.

As empresas necessitam de recursos para execução de suas atividades com o objetivo de proporcionar maior retorno e a continuidade de suas operações. Desta forma, podem optar por financiamento próprio, (aplicações dos proprietários ou acionistas e recursos gerados e retidos) ou de terceiros (empréstimos bancários, crédito junto a fornecedores entre outros). A empresa necessita confrontar as características do financiamento e do investimento a ser atingido, antes de optar por recursos externos. Tendo em vista a necessidade de maturidade e coerência de prazos entre ambos é regra indispensável para não comprometer a estabilidade financeira (Machado, Julio Henrique, 2007).

Segundo Stiglitz, (...) *as três possibilidades de transferência de recursos são: ações, empréstimos de curto prazo e empréstimos de longo prazo.* Nos empréstimos de curto prazo, a necessidade de gerar recursos para pagar os juros e a ameaça de não concessão de crédito pelo banco enfraquece a autonomia das empresas, ampliando o poder de monitoramento dos bancos, que podem exercer certa influência no funcionamento da organização. Já o mercado de capitais apresenta-se como fonte de recursos alternativa para financiar atividades e investimentos de longo prazo, sem submeter ao mercado de crédito.

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas (ações, *debêntures*¹⁵ conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers*¹⁶). O mercado de capitais abrange, além disso, certificados de depósitos de ações, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários e demais derivativos autorizados à negociação.

Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 165) destacam que a abertura de capital significa tornar-se uma companhia de capital aberto, ou seja, emitir ações para o público, que poderão ser transacionadas em bolsa de valores e nos mercados organizados.

Há duas formas de sociedades anônimas: a companhia aberta que capta recursos junto ao público, sendo fiscalizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a companhia fechada que obtém seus recursos dos próprios acionistas.

No processo de abertura de capital as empresas podem optar por realizar suas ofertas não via bolsa de valores, mas sim por intermédio do mercado de balcão. No mercado de balcão é possível otimizar a alocação das ações entre os investidores iniciais e obter uma melhor formação de preços diferentemente na bolsa de valores. Isso não impede que no momento seguinte as ações passem a ser transacionadas na bolsa de valores. (PALOCCI, 2006)

Portanto, o mercado de capitais contribui para que as empresas diversifiquem suas fontes de captação de recursos para efetuar projetos de investimentos, e com isso, elevam seu valor de mercado e conseqüentemente sua capacidade de endividamento.

No Brasil, o mercado de capitais segundo dados recentes da própria Bovespa, (...) é considerado a maior fonte de financiamento das empresas no país em seus projetos de longo prazo, função esta que historicamente foi exercida pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES.

As limitações de uso do capital de terceiros e o esgotamento da capacidade do Estado em financiar os crescentes investimentos da indústria nacional fizeram com que o mercado de capitais atingisse um papel estratégico importante.

A captação de recursos através do lançamento de valores mobiliários é uma alternativa aos financiamentos bancários não somente para empresas de grande porte, mas ultimamente, muito exercida por pequenas e médias empresas (Raimundo Magliano filho, 2003).

¹⁵ São valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos, que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora.

¹⁶ São instrumentos de financiamento de curto prazo, emitidos por empresas de grande porte, apresentando pouco risco de crédito, pois vêm acompanhados geralmente por garantias dadas pela empresa.

Raimundo Magliano filho (2003) também destaca:

“A Bolsa é capaz de financiar o crescimento do País e gerar empregos. Nos bancos, a taxa de juros é muito alta, só funciona para empréstimos de curto prazo, dois ou três meses. O BNDES tem recursos limitados. O único canal realmente eficiente para suprir o capital das empresas é o mercado de capitais. Esse deve ser o elo de ligação do crescimento brasileiro. As empresas vão conseguir captar recursos com o lançamento de ações. É natural: sem uma Bolsa forte, não há crescimento e não há empregos.”

Muitas vezes a fraqueza desse mercado nos países em desenvolvimento dificulta a formação de poupança, sendo um sério obstáculo ao desenvolvimento, obrigando esses países a recorrerem ao mercado de capitais internacional.

O mercado de capitais é um instrumento importante para o desenvolvimento de uma nação devido à globalização, a cada dia mais latente, e ao intenso intercâmbio entre países. Desta forma, permite a alocação eficiente de poupança interna e como forma de distribuição de direito de propriedade, exerce um importante veículo de democratização do capital social - permitindo a distribuição de suas ações por um grande número de investidores - e de previdência privada, para os trabalhadores.

CAPÍTULO III

3. O DESEMPENHO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO - PÓS REAL

3.1 INTRODUÇÃO

O mercado acionário brasileiro vive hoje um período sem precedentes em sua trajetória de mais de 100 anos. Ao longo do tempo apresentou um comportamento bastante instável, ainda que em alguns momentos tenha apresentado um razoável aporte de recursos e um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital, era extremamente vulnerável a choques externos devido à fragilidade das contas externas brasileiras e da dependência de capital estrangeiro. Intercalando momentos de crescimento vertiginoso, e até eufórico, com períodos relativamente longos de estagnação.

Hoje com uma movimentação de aproximadamente R\$ 4 bilhões diariamente e quase 400 empresas inscritas, a Bovespa é considerada o maior pólo do mercado de compra e venda de ações da América Latina.

O bom desempenho da Bovespa se deve à melhora dos fundamentos da economia brasileira, tais como, estabilidade da moeda, superávit comercial, aumento das reservas internacionais e as diversas tentativas e modificações empreendidas para a melhoria da instituição (GODOY, 2008).

3.1 ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA - PLANO REAL

Durante 30 anos, anteriormente ao Plano Real, as altas taxas de juros e a superinflação fizeram o país passar por diversos planos econômicos frustrados.

Os desequilíbrios fiscais crônicos e estruturas institucionais inadequadas contribuíram para um longo período de instabilidade econômica e de proliferação de incertezas, afugentando o capital externo e inviabilizando a consecução de um processo de crescimento continuado, não permitindo que o mercado de capitais pudesse cumprir seu papel de fornecer recursos para capitalizar empresas (MOTTA, 2001).

O Plano Real foi um plano de estabilização econômica que teve como objetivo principal controlar a hiperinflação. Combinaram-se condições políticas, históricas e econômicas para permitir que o Governo brasileiro lançasse, ainda no final de 1993, as bases de um programa de longo prazo. Organizado em etapas, o plano resultou no fim de quase três

décadas de inflação elevada e na substituição da antiga moeda pelo Real, a partir de primeiro de julho de 1994.

Pode-se destacar algumas medidas adotadas, em um primeiro momento, para manutenção do Plano Real:

- Ajuste fiscal – Para reduzir o desequilíbrio fiscal, houve um aumento de impostos e corte de gastos públicos;
- Política monetária restritiva – Houve um aumento da taxa básica de juros e dos compulsórios com o objetivo de restringir a atividade econômica interna;
- Câmbio valorizado – O real foi mantido supervalorizado para evitar aumento de preços dos produtos importados e manter alta a oferta interna de produto, via redução das exportações e aumento das importações.

Conforme destaca Silber (2004) o Plano Real pode ser dividido em duas fases distintas: a primeira compreendida entre a inauguração do plano, em junho de 1994 até janeiro de 1999 e a segunda fase, posterior a esta data. A primeira fase foi caracterizada por apresentar uma expansão da demanda interna associada com uma drástica redução inflacionária e pela valorização cambial. Neste período houve uma rápida expansão dos níveis de atividade na economia e no setor externo, transformando o superávit da balança comercial em déficit, onde as restrições ao crédito e a altas taxas de juros não foram suficientes para controlar estes movimentos.

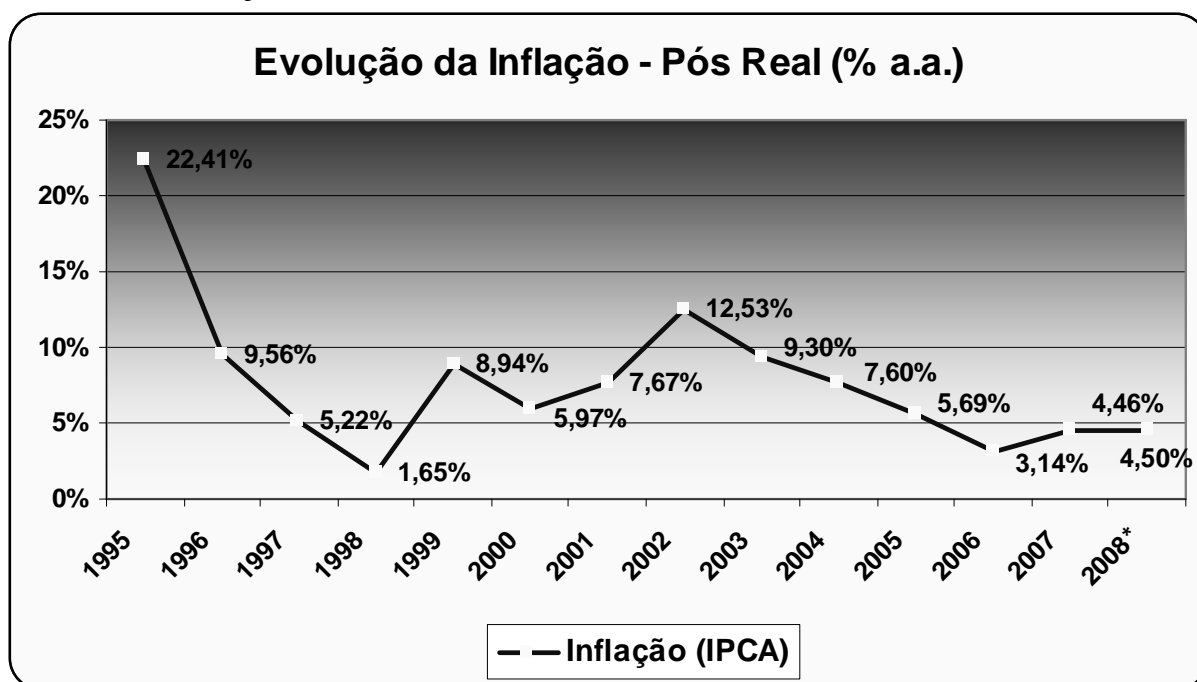
Na segunda fase do Plano Real, em janeiro de 1999, foi marcada pela adoção da mudança do regime cambial, adotando o câmbio flutuante e acabando com a âncora cambial que vigorava até então. O controle da inflação passa a ser realizado através das políticas fiscal e monetária com a adoção das metas inflacionárias¹⁷.

O artifício utilizado pelo governo brasileiro, nesta época, para conter a demanda e não motivar o aumento de preços foi promover a concorrência interna através de produtos importados, provocada por um câmbio supervalorizado. Para sustentar estas taxas valorizadas de câmbio, o governo brasileiro utilizou-se das altas taxa de juros com o objetivo de atrair capital estrangeiro e melhorar o fluxo de capitais acarretando graves consequências para a dívida pública brasileira.

¹⁷ O Banco Central deve buscar alcançar um único resultado, que é a taxa de inflação ótima, ou seja, a meta inflacionária que é anunciada no início de um determinado período.

No início da década de 90, inclusive em 1994, ano em que o Real foi criado, a taxa de inflação registrou uma marca superior aos 1000%. Em 1995, a inflação fechou o ano com 22,41%, em 1996, houve uma queda acentuada, ficando com 9,56%. Já no ano de 1998, registrou a menor inflação dos últimos 20 anos, 1,65%. Em períodos posteriores, houve um acréscimo até o ano de 2002, atingindo a marca de 12,53%. De 2002 até 2007 manteve sua trajetória de queda, ficando nos últimos dois anos dentro das metas de inflação (4,5%).

Gráfico 01: Evolução do IPCA de 1995 a 2008



Fonte: IBGE

Elaboração: Autor

*Projeção dentro da Meta de inflação

A abertura da economia, a partir de 1990, juntamente com o intenso programa de privatização do governo brasileiro, proporcionaram um grande crescimento na bolsa brasileira. O plano de estabilização promoveu transformações significativas na estrutura do consumo e da poupança na economia brasileira.

O mercado de ações no Brasil sempre sofreu com as altas taxas inflacionárias, pois sabe-se que os juros maiores adiam o consumo ao limitar demanda e podem ajudar no controle da inflação, influenciando negativamente o mercado de ações. Com a manutenção de baixas taxas inflacionárias juntamente com o programa de privatizações, auxiliado pelo contínuo ingresso de capital estrangeiro, o mercado de valores mobiliários experimentou uma evolução expressiva desde julho de 1994 quando da introdução do Real. Esse processo

acentuou-se ainda mais com o declínio da taxa de juros doméstica a partir do segundo semestre de 1995. (CVM, 97).

3.2 A TRAJETÓRIA DOS JUROS E SEU REFLEXO NO MERCADO ACIONÁRIO

As taxas de juros são definidas de acordo com Assaf Neto (1999) como representação do preço do crédito, refletindo uma dimensão temporal, expressando o preço de troca de ativos disponíveis em distintos momentos do tempo. Quando os juros pagos pelo sistema financeiro excedem os ganhos dos investimentos produtivos, eles também limitam e oneram os investimentos. Em se tratando de um fator diretamente ligado ao investimento, a taxa de juros é uma variável de total relevância na redução ou aumento dos investimentos, constituindo-se no mais importante instrumento de política monetária à disposição do Banco Central. Por meio dela, a autoridade monetária afeta o nível de atividade econômica e de preços, onde a simples expectativa de mudança já é suficiente para causar efeitos econômicos.

A taxa de juros é uma das principais variáveis balizadoras em investimento no mercado acionário. Conforme destaca Fama (1984), a inflação esperada é negativamente correlacionada com a atividade real da economia, que por sua vez é positivamente relacionada aos retornos do mercado acionário. Logo, os retornos do mercado de ações devem ser negativamente correlacionados com a inflação esperada, que é freqüentemente representada pela taxa de juros de curto prazo.

A SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) é um sistema computadorizado do Banco Central, onde são registradas todas as operações de débitos e créditos feitas apenas entre bancos e demais instituições financeiras credenciadas e o depositário central dos títulos da dívida pública federal interna. O Sistema também recebe os registros das negociações no mercado secundário e promove a respectiva liquidação, contando, ademais, com módulos por meio dos quais são efetuados os leilões de títulos pelo Tesouro Nacional ou pelo Banco Central. (ANDIMA, 2008).

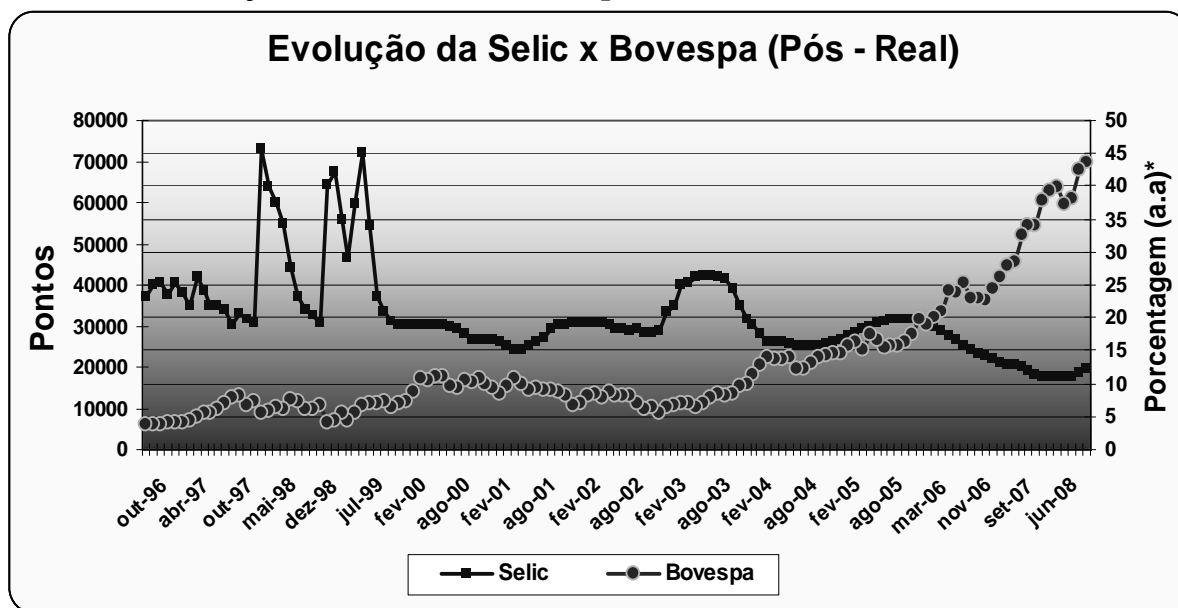
A taxa *overnight* do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), também chamada de *Over-Selic*, é expressa na forma anual e calculada pela média ponderada do volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no SELIC, na forma de operações compromissadas. É a taxa básica utilizada como referência pela política monetária e para o cálculo de outras taxa de juros existentes no país. É por meio destas trocas que o governo adquire dinheiro emprestado dos bancos.

A taxa SELIC é divulgada periodicamente pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM), sendo fixada periodicamente uma meta, para fins de Política Monetária. Ela tem vital importância na economia, pois as taxas de juros cobradas pelo mercado são balizadas pela mesma. O Banco Central controla diretamente apenas a taxa de juros do mercado de reservas bancárias, sendo que é nesse mercado específico que ele pratica a política monetária e influencia as demais taxas da economia.

O COPOM foi criado em 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a taxa de juros proporcionando maior transparência ao processo decisório.

O gráfico abaixo destaca a relação entre a taxa básica de juros (SELIC) e o mercado de ações brasileiro representados em pontos.

Gráfico 02: Evolução da Taxa Selic x Ibovespa de 1995 a 2008



Fonte: BACEN e Cedrofinance.

Elaboração: Autor

*Taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis.

Ao analisarmos os períodos mais conturbados do mercado acionário brasileiro, verifica-se forte correlação com as taxas de juros. No ano 1995, primeiro ano após a implantação do real, ainda trabalhava-se com taxas de juros bem expressivas, aproximadamente 50 % ao ano. Em 1996, foi um ano que houve certa estabilidade nas taxas de juros durante o segundo semestre, registrando uma leve queda em dezembro (21,73%), enquanto que no mesmo período a Bovespa registrava um aumento de 63,70% fechando o ano com a marca de 7.039 pontos.

Em 1998, a Bovespa amargou prejuízo de 33,40% por conta dos efeitos da crise financeira na Rússia e a taxa de juros, em março de 1998, sofreu um dos maiores aumentos pós-real (44,95%), alcançando ao final do ano 29,21%. Já no ano de 1999, a Bovespa registra uma valorização em real de 150,90% e um recorde histórico no último pregão de 1999, ao superar a marca dos 17 mil pontos. Neste mesmo ano a política cambial foi alterada passando de um regime de câmbio fixo para um regime de câmbio flutuante, o que permitiu uma taxa de juros mais baixa, trazendo benefício e contribuindo para este excepcional desempenho alcançado no mercado acionário.

O ano 2000 foi marcado por um clima de instabilidade internacional gerado pelo estouro da bolha *Nasdaq*, a taxa de juros sofreu uma redução gradativa durante todo ano e a Bovespa acumulou naquele ano perdas de 10,72%.

Em 2001 até maio de 2003, as taxas de juros apresentaram um aumento expressivo, alcançando 26,27%, sendo que o Ibovespa também sofreu uma forte desvalorização principalmente com o temor das eleições presidenciais, gerando uma fuga de capitais estrangeiros da ordem US\$ 65 bilhões. Entre janeiro de 2001 até setembro de 2002, totalizou uma perda de 49,43%. Depois de passado o temor provocado pela aversão dos investidores internacionais a riscos e pelas incertezas inerentes ao processo eleitoral o mercado acionário voltou a apresentar um viés de alta, valorizando ao final de 2003, 97,30% e em 2004, 17,80%. Esta valorização do Ibovespa, foi reflexo da reversão de perspectivas de inflação de 2003 para 2004, onde a taxa básica de juros apresentou cortes acentuados, iniciados em maio de 2003 até agosto de 2004 com 10,37 pontos percentuais.

A partir do segundo semestre de 2004, com indícios de que a inflação iria superar a meta para o ano de 2005, o BACEN optou por uma política monetária mais conservadora, aumentando a taxa básica de juros a partir de segundo semestre de 2004. Este aumento gradual perdurou até outubro de 2005, voltando a cair até outubro de 2007. A flexibilização monetária ocorrida e mantida em todo o ano de 2006, registrou uma redução de 4,75 pontos percentuais atingindo 13,25% em dezembro de 2006.

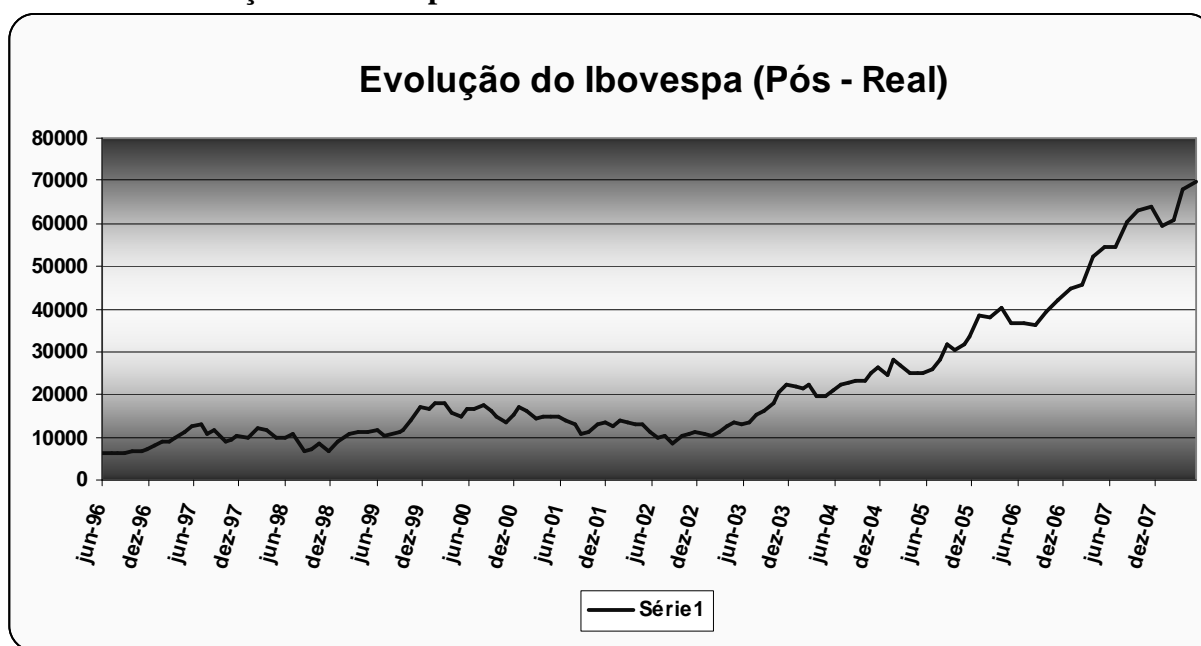
O Ibovespa, nos anos de 2005 e 2006, bateu sucessivos recordes de pontos, registrando mais de 50% de valorização nestes dois anos alcançando a marca dos 44.500 pontos.

O ano de 2007 marcou o fim da série de reduções da taxa básica de juros (Selic), iniciada no segundo semestre de 2005. Até outubro, quando o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu interromper as reduções, foram 18 cortes desde setembro de 2005, que diminuíram a taxa de 19,75%, na ocasião, para 11,25%.

Em 2008, a taxa de juros inicia o ano com 11,25%, e a Bovespa registrava aproximadamente 60.000 pontos. Nas últimas duas reuniões houve dois aumentos consecutivos, primeiramente para 11,75% e em junho para 12,25% ao ano. A preocupação do Banco Central, ao subir os juros básicos da economia, é com o crescimento da inflação, resultado da elevação dos preços das *commodities* juntamente com o aumento da procura por produtos e serviços. A expectativa dos economistas é que aumente ainda mais, e termine o ano com uma taxa de juros de 13,75% e o índice Bovespa fique próximo dos 75.000 pontos.

3.3 O COMPORTAMENTO DO ÍNDICE IBOVEPSA E OS PRINCIPAIS ACONTECIMENTOS.

Gráfico 03: Evolução do Ibovespa de 1996 a 2008



Fonte: Cedrofinance.
Elaboração: Autor

O mercado acionário brasileiro sempre foi muito suscetível a acontecimentos econômicos e políticos. Conforme destaca Luis Miguel Santacreu, 2008.

“Apesar do amadurecimento das instituições públicas e a situação econômica favorável local, o mercado brasileiro ainda se insere nas economias emergentes, estando suscetível à saída de capitais em nível global para investimentos mais seguros em países desenvolvidos”.

Em consequência da globalização financeira, investidores internacionais buscam oportunidades de novos investimentos como estratégia de diversificação internacional a fim

de expandir seus negócios para além de suas fronteiras domésticas principalmente para os mercados emergentes, com o objetivo de auferirem maiores retornos, assumindo maiores riscos.

Conforme destaca Joanna Slater, 2007

“As ações de mercados emergentes são geralmente negociadas com desconto porque envolvem mais riscos do que suas equivalentes desenvolvidas: as cotações são mais voláteis, os riscos políticos são maiores e as taxas de juros são geralmente mais altas, o que torna mais caro para as empresas tomar dinheiro emprestado”

Existem alguns fatores conjunturais que afetam o mercado acionário com um todo e repercutem com maior intensidade em mercados emergentes. Esses fatores estão relacionados geralmente com riscos econômicos e políticos. Algumas variáveis determinantes do desempenho da bolsa brasileira são influenciáveis ou controláveis pela política econômica, enquanto que outras são inteiramente exógenas, fora do alcance dos operadores daquela política.

As crises no cenário externo exerceram forte influência no mercado acionário brasileiro. Devido ao fato de nossa economia ainda sofrer forte dependência da economia de outros países, especialmente a dos Estados Unidos.

A implantação do plano real representou um marco para o mercado acionário brasileiro, responsável pela estabilidade dos preços e do câmbio. Neste período o mercado de capitais brasileiro atravessou grandes transformações visando seu desenvolvimento. O impacto resultante destas transformações demonstrou que houve um aumento considerável de investidores e no volume de negociações. Sua valorização neste período foi extraordinária, registrava em 1993 a marca de 1.300 pontos e ao final de 1995 já registrava 4.299 pontos. Isto representou a incrível valorização de 230,7% em dois anos, cerca de 9,61% ao mês em média.

Em dezembro de 1994, houve uma grande evasão de capitais voláteis do México, provocou uma grave crise econômica que se estendeu por diversos países em desenvolvimento. O governo mexicano fundamentou sua política de combate à inflação no volume de suas reservas internacionais, composta basicamente por capitais voláteis.

Segundo SOUZA, 2005 (...) no Brasil, o Banco Central permite a entrada e a saída desses capitais, mas impõe algumas restrições quando seu volume atinge certo nível. Após a crise do México, até março de 1995, havia saído do Brasil mais de US\$ 6 bilhões. Com as altas taxas internas de juro, no contexto do Plano Real, em julho desse mesmo ano as reservas internacionais do País voltaram ao nível de antes da crise mexicana (US\$ 39 bilhões).

No ano 1995, o volume diário médio negociado pela Bovespa não ultrapassou a média dos US\$ 100 milhões, em comparação com os US\$ 400 milhões registrados em 1994. Este panorama elevou o risco das aplicações financeiras em toda América Latina, impactando diretamente na Bovespa. Em dólar, superava 5.500 pontos em dezembro de 94, quando a crise começou, só voltando a recuperar o mesmo patamar em maio de 96, depois de bater em 2.408 pontos em março de 95.

Destaca FALDINI (1997) que:

“O capital externo ficou arisco, segundo os especialistas devido à incerteza quanto às regras de tributação dos ganhos de capital. Para agravar, o Banco Central proibiu, em 1995, as operações dos investidores estrangeiros nos mercados futuros e de opções, impedindo o hedge (proteção) praticado normalmente nas praças financeiras internacionais. Resultado: cresceu a “exportação” de mercado para as bolsas de valores de outros países, especialmente no mercado de Nova York, onde a negociação de ADR (American Depositary Receipts) de empresas brasileiras passou a drenar recursos da Bovespa.”.

No ano de 1996, o governo brasileiro com o objetivo de incentivar empresas a buscarem fonte de recursos oriundos do mercado de capitais e atrair investidores estrangeiros adotou certas medidas para estimular este crescimento, entre elas a política de redução de juros e da redução do IOF - Imposto sobre Operações Financeiras, passando de 12% para 6% ao ano. Porém estas medidas adotadas não surtiram efeito esperado e o índice não ultrapassou os 9.000 pontos.

Em janeiro de 1997, após uma ausência de dois anos, o governo ressuscita a volta da CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira), porém esta medida não parece ter afetado significativamente o volume de negociação da bolsa, que subiu aproximadamente 100% comparado ao ano de 1996, a despeito da entrada relativamente baixa de investimentos externos e de um crescimento do PIB praticamente estável de 1996 a 1997.

Em julho de 1997, a Crise da Ásia expôs a vulnerabilidade dos Tigres Asiáticos no tocante à qualidade do crédito, o que resultou na ruptura do sistema financeiro local, na desvalorização das moedas e na evaporação de parte da liquidez internacional. O prejuízo foi geral em termos de volume de investimentos para os países emergentes, contagiando também os mercados financeiros mundiais. (Juan Perez, 2006).

Conforme destaca a agência O Globo:

“A crise da Ásia que se iniciou na Tailândia em 1997, com o colapso financeiro do Thai baht (moeda local) causado pela decisão do governo tailandês de tornar o câmbio flutuante, desatrelando o baht do dólar. Para tentar conter a fuga de capital internacional, o governo acabou aumentando sua dívida externa para tentar recompor suas reservas internacionais.”

Ao fim de 1997, afetada pela crise asiática, a Rússia sofre uma grande crise. Com a desvalorização da sua moeda (Rublo) e aumento da taxa de juros o governo russo fracassou em conter sua crise e declarou uma moratória em 1998, causando no país uma fuga em massa do capital especulativo mundial.

No Brasil, após 1997, o mercado acionário apresentou um forte declínio no volume de negócios, redução de 18%, e no número de empresas listadas na bolsa caindo nove por cento. O nível da atividade econômica caiu de forma acentuada no período compreendido entre 1997 a 1999, o PIB registrou 0,1 por cento em 1998 e 0,8 por cento em 1999, ficando muito abaixo da média dos quatro primeiros anos pós-real que alcançou aproximadamente 4,5%. Neste período a Bovespa atravessou uma fase bastante turbulenta, com uma expressiva queda do índice Ibovespa, chegando a desvalorizar aproximadamente 50% entre junho de 1997 (12.872 pontos) a dezembro de 1998 (6.784 pontos). Outro ponto a ser ressaltado foi o fluxo de investimentos externos, medidos em bilhões de dólares, que caiu cerca de 80% de 1998 para 1999, apresentando valores muito abaixo do fluxo médio de investimentos obtidos em anos anteriores.

No mesmo período em que a atividade na bolsa acompanhou a redução dos indicadores econômicos brasileiros, houve importantes inovações no mercado acionário. Provavelmente, a inovação mais marcante ocorrida nesse período foi o programa *Depositary Receipts* (DR). Através deste programa, ações de empresas brasileiras puderam ser negociadas em bolsas estrangeiras, estando grande parte desses papéis em bolsas americanas (CVM, 2004).

Ainda em 1999, o governo fez a opção por uma mudança na taxa de câmbio. Apesar de manter as taxas de juros elevadas para manter o capital externo no País, o governo não conseguia conter a saída de dólares. O Bacen decidiu que o real poderia flutuar livremente diante do dólar, sem fixar valores mínimos e máximos para as cotações. Com a desvalorização cambial, os papéis brasileiros ficaram ainda mais baratos, com preços atraentes em dólar. Os investidores aproveitaram para comprar, o que elevou o preço das

ações. De janeiro de 1999 a fevereiro 2000, o volume negociado apresentou um aumento de 27% e o índice Ibovespa obteve uma valorização surpreendente de aproximadamente 150%, enquanto o número de empresas com ações em bolsa continuou em queda, registrando uma redução de 7,30% com 534 empresas ao final de 2000.

Ao longo da década de 90, as ações das empresas pontocom e de alta tecnologia subiram vertiginosamente, sendo criada uma bolsa de valores destinada exclusivamente para esta área chamada *Nasdaq*. Assistiu-se a um crescimento acentuado das cotações das empresas da nova economia até março de 2000. Este fenômeno de supervalorização culminando com uma queda acentuada foi chamado de estouro da Bolha *Nasdaq*, que foi capaz de abalar mundialmente os mercados. No Brasil, da mesma forma, entre o mês de março e abril de 2000 o índice Bovespa caiu 17% anulando uma valorização que vinha sendo construída desde dezembro de 1999.

O ano 2001 foi marcado por conturbações internas e externas. A economia americana vinha apresentando desaquecimento e, além disso, sofreu um ataque terrorista em 11 de setembro, agravando ainda mais. Na América do Sul, a Argentina vinha enfrentando uma grave crise financeira, que culminou com a moratória da dívida interna e externa em novembro de 2001. Em sendo a Argentina o maior parceiro econômico do Brasil, pelo efeito contágio, esta crise trouxe algumas conseqüências a serem administradas. Para conter a pressão inflacionária, houve uma reversão da tendência de queda das taxas de juros passando de 15,19% em janeiro de 2001 para 26,27% em maio de 2007, ou seja, um aumento de 11,8 pontos percentuais em pouco mais de três anos. A bolsa de valores também sofreu impactos negativos advindos dos indicadores adversos da economia americana. Com a elevação das taxas de juros, o Ibovespa seguiu oscilando entre 13.200 e 14.500 pontos. O racionamento de energia iniciado em julho e o ataque terrorista de 11 de setembro fizeram o índice despencar para 10.034 pontos poucos dias após. Este foi o menor nível desde agosto de 1999.

Porém, o período compreendido entre novembro de 2001 e março de 2002, foi marcado pelo declínio do risco Brasil, apreciação da taxa de câmbio e pela recuperação do Ibovespa, registrando 13.254 pontos.

O ano de 2002 foi marcado pela turbulência das eleições presidenciais gerando incertezas por parte dos investidores com relação à continuidade da política econômica. Neste sentido, houve uma fuga excessiva de capitais, um aumento no risco-país, que registrou a maior taxa pós-real em setembro de 2002 (2.515 pontos) e uma desvalorização cambial, onde a paridade cambial em outubro de 2002 estava cotada em quatro reais para cada dólar. A

Bovespa neste panorama também apresentava perdas, não ultrapassando os 10.000 pontos e registrando em setembro de 2002, 8616 pontos, o menor índice desde janeiro de 1999.

A partir de 2003 houve um reaquecimento do mercado, onde a política conservadora do governo Lula impactou positivamente nas expectativas dos agentes, apesar das inseguranças geradas pela guerra do Iraque. A demanda cresceu 31%, o segundo maior nível do período estudado, mantendo o patamar elevado no ano seguinte quando não houve nenhum evento ou “choque” que pudesse influenciar as expectativas dos agentes de forma significativa. A Bovespa triplicou o volume médio de negócios e houve uma grande quantidade de ofertas iniciais de ações (IPO) após 2003. Somente no ano de 2003, o Ibovespa apresentou uma valorização de 97,30%.

Conforme destacou Mussolini, 2004:

“A alta do mercado acionário, em 2003, é explicada pela melhora dos fundamentos econômicos brasileiros, principalmente a redução da vulnerabilidade externa e a sólida política fiscal, a substancial redução do risco político, a expectativa de recuperação da economia americana e a elevada liquidez internacional que aumentou o apetite para risco”.

Desde a implantação do Plano real haviam sido feitas somente cinco ofertas iniciais de ações, ao passo que em 2007 foram 64 empresas abrindo seu capital. A taxa básica de juros iniciou uma trajetória decrescente em abril de 2003, com uma taxa de 26,32%, chegando a junho de 2004 em 15,79%.

A partir de julho de 2004 o Copom adotou uma postura mais restritiva na sua condução de política monetária para manutenção da estabilidade dos preços, condicionado pela acentuada expansão da atividade econômica interna, perdurando este aumento até julho de 2005 chegando a 19,75%. Neste período o índice Ibovespa oscilou entre 22.000 pontos a 26.000 pontos, influenciado pelo aumento da volatilidade nos mercados internacionais ligado ao cenário de instabilidade no Oriente Médio, onde houve um aumento do preço do petróleo e as incertezas referentes às taxas de juros americanas.

Nos anos 2006 e 2007, o Ibovespa continuou sua trajetória ascendente, batendo sucessivos recordes. Com esta redução ocorrida ao longo destes cinco anos houve uma migração de investimentos de renda fixa para variável. Em abril de 2007 chegou à marca histórica de 50.000 pontos, representando a impressionante valorização de 1.063%, desde o início do plano real que registrava 4.299 pontos. Esta expressiva valorização ainda apresentou mais força, batendo a marca de 73.589 pontos em maio de 2008.

Nos últimos anos, com a alta liquidez no mercado financeiro internacional, houve um aumento de concessão de créditos com menos garantias, ou seja, embutem maior risco, por apresentarem juros maiores. Nos Estados Unidos, esta expansão de crédito para o setor imobiliário culmina com a crise dos *subprimes* em julho de 2007, devido à alta inadimplência do segmento. A crise americana provoca aversão ao risco e consequentemente uma retração de crédito em escala mundial. Os mercados acionários foram diretamente afetados, principalmente os mercados emergentes, onde os investidores em ações optaram por investimentos mais seguros.

Seguindo uma tendência mundial, nos dois primeiros meses da crise, houve uma desvalorização muito aguda, alcançando no início de setembro uma redução de aproximadamente 21,0%, aos 45.832 pontos. Após estes dois meses retornou sua trajetória altista até novembro de 2007, quando alcançou 65.897 pontos.

De novembro de 2007 até maio de 2008 andou de lado, oscilando entre 58.000 pontos a 65.000 pontos, com uma queda mais acentuada em fevereiro de 2008, aos 53.820 pontos. Um novo pico altista foi constatado ao final de maio alcançando o recorde histórico do Ibovespa, impulsionada pela notícia do grau de investimento dada pela agência de classificação de risco *Fitch*.

Quando eclodiu a crise muitas instituições bancárias anunciaram sérios problemas financeiros por conta do mercado de crédito imobiliário, prevendo reflexos e temendo que a crise se agravasse houve uma redução gradativa da taxa básica de juros pelo FED¹⁸ (Federal Reserve).

Porém, a crise dos *subprimes* não representou desfecho mais nefasto, como de outras épocas, devido ao fato do Brasil estar em posição muito melhor que no passado para enfrentar a crise, uma vez que reduziu algumas de suas vulnerabilidades, dentre as quais destaca-se: superávit nas contas correntes de 1% a 1,5% do PIB, redução de sua necessidade de financiamento para US\$ 30 bilhões por ano e principalmente pelas reservas acumuladas de aproximadamente US\$ 200 bilhões.

Depois de abrirem seu capital no mesmo ano, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), fundem-se em uma única bolsa passando a chamar-se provisoriamente de “Nova Bolsa”, tornando-se a terceira maior Bolsa do Mundo em valor de mercado.

¹⁸ Banco Central Americano.

Em 2008, com a elevação do *rating* do Brasil dado por duas das principais agências de classificação de risco *Standard & Poor's* e *Fitch*, recebe grau de investimento e pela primeira vez na história atingiu a marca dos 73.589 pontos do índice Ibovespa.

Este desempenho extraordinário alcançado pode ser melhor visualizado quando comparados a mercados correlatos, facilmente percebível como pode observar-se no gráfico abaixo.

Gráfico 04: Evolução do Ibovespa comparado Dow Jones e a Nasdaq de 1994 a 2008.



Fonte: Economática

Elaboração: Autor

O *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) é o índice utilizado para acompanhar a evolução dos negócios na Bolsa de Valores de Nova York, considerada a maior do mundo. O cálculo do índice é obtido por uma média simples das cotações das ações das trinta maiores empresas dos Estados Unidos. O *Nasdaq Composite* representa o principal índice da Bolsa de valores eletrônica *Nasdaq*, sendo composto por mais de 3.200 ações de diferentes empresas.

No gráfico acima, pode-se observar que de 1994 a 1999 o *Dow Jones* e o Ibovespa tiveram oscilações muito próximas. A partir de outubro de 2002, justamente após as eleições presidenciais, o Ibovespa esboçou uma reação vertiginosa, alcançando uma valorização muito superior ao índice *Dow Jones* e a *Nasdaq Composite*. De 1994 até maio de 2008, a valorização

do índice *Dow Jones* de foi de aproximadamente 220% enquanto que o Ibovespa no mesmo período atingiu aproximadamente 1.700% e a *Nasdaq* com valorização próxima de 130%.

3.4 INICIATIVAS RECENTES PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO ACIONÁRIO NO BRASIL

Ao longo de sua história, o mercado acionário brasileiro passou por diversas transformações e fatos importantes que foram responsáveis pela evolução e consolidação deste mercado. Entre estas iniciativas relevantes destacam-se as seguintes:

- Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, visando aumentar a eficiência do mercado acionário;
- Instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), editando normas que proporcionaram relevantes avanços na regulamentação e fortalecimento mercado;
- Criação do sistema eletrônico de negociação chamado Megabolsa (1997);
- Criação da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) como uma *clearing*¹⁹ totalmente independente (1998);
- O lançamento do *Home Broker* (1999);
- O lançamento do *After-Market*, possibilitando o acesso de pequenos e médios investidores que não tem chance de operar durante o pregão principal (1999);
- Integração das bolsas brasileiras (2000);
- Criação do Novo Mercado (2001);
- Abertura de Capital da Bovespa (2007);
- Fusão da Bovespa e BM&F passando a se chamar provisoriamente de Nova Bolsa (2008).

Todas estas iniciativas serviram como pilares para crescimento do mercado acionário brasileiro, pois foram criadas com o objetivo de proporcionar um melhor dinamismo para o mercado, adequando-se a uma nova economia globalizada e gerando uma maior transparência e proteção ao acionista minoritário.

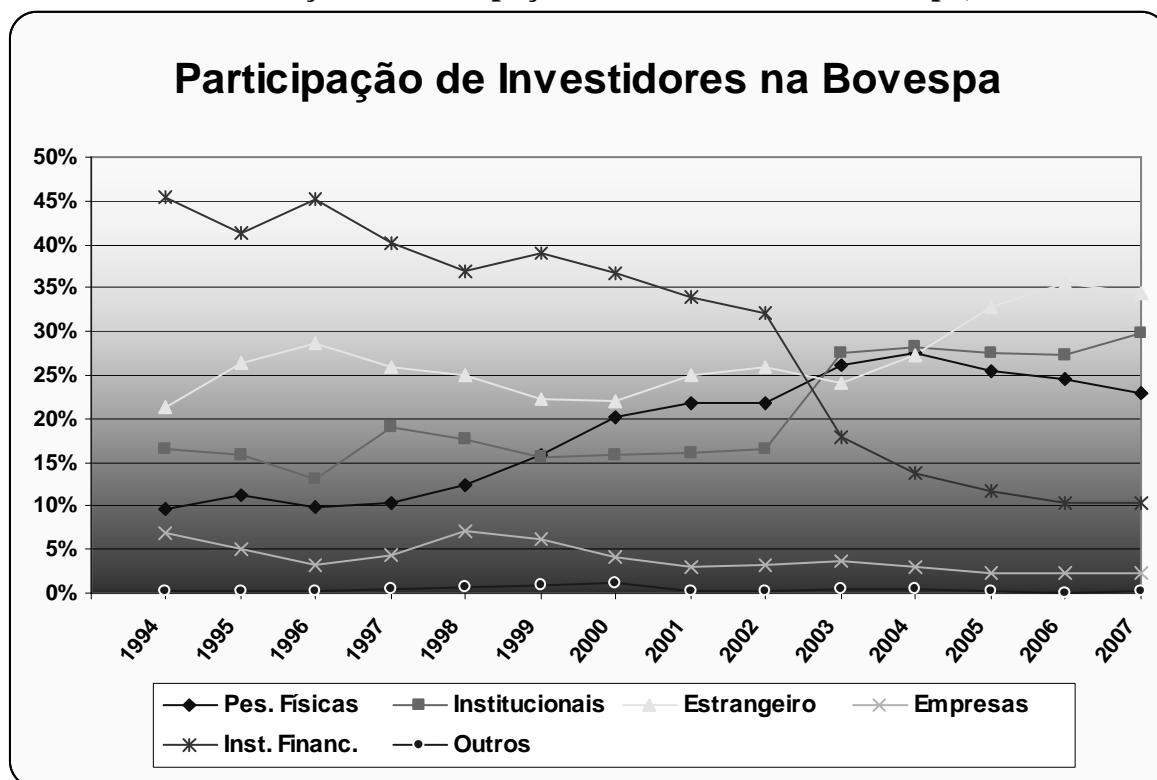
3.5 A EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NA BOVESPA

¹⁹ A *clearing* é responsável pela compensação, liquidação física e financeira, controle de riscos e custódia dos negócios realizados na Bovespa

Desde a criação da Bovespa até os dias atuais a mesma sofreu profundas transformações, especialmente após a implantação do Plano Real, seja em termos de volume que tiveram significativos aumentos, seja na participação percentual atribuída aos diferentes agentes que atuam no mercado acionário brasileiro.

O gráfico abaixo apresenta as transformações ocorridas na participação dos diversos investidores (pessoas físicas, institucionais, estrangeiros, empresas, instituições financeiras, outros), na Bovespa no período pós Plano Real (1994), até 2007.

Gráfico 05: Evolução da Participação dos Investidores na Bovespa, 1995 a 2008.



Fonte: Revista Razão Contábil, fevereiro de 2008.

Considerada a soma do volume de compra e venda. Sendo que a partir de 2004, a participação dos investidores Pessoas Físicas passou a incorporar a do Clube de Investimento, antes computada em investidor Institucional.

Como pode ser observado no gráfico acima, com exceção da participação dos investimentos das Instituições Financeiras que sofreram uma significativa queda após a implantação do Plano Real, particularmente a partir de 1996, e da participação das Empresas que se manteve relativamente constante (com uma queda em 1998 devido a Crise Russa que será detalhado na sequência desse trabalho), a participação dos demais agentes (Pessoas Física, Institucionais e Estrangeiros), vem aumentando a partir do ano de 1996.

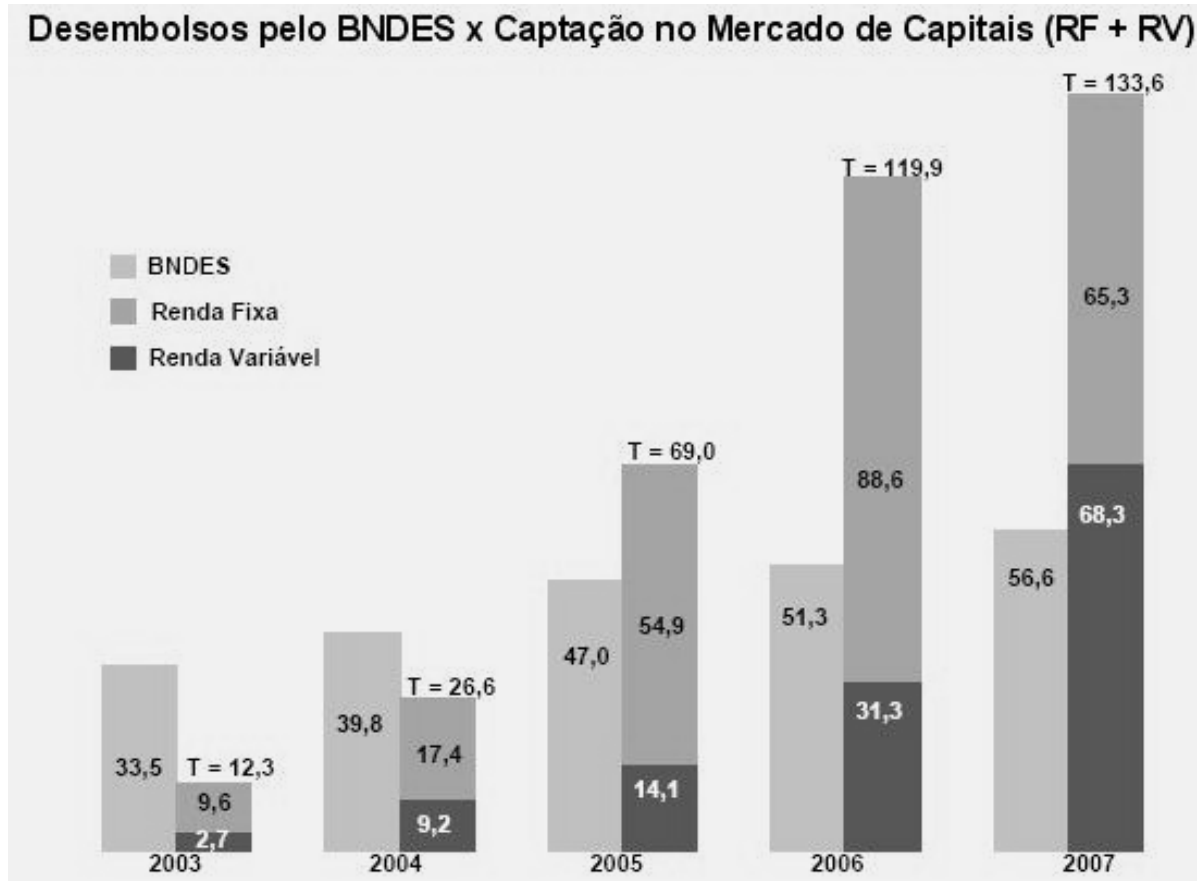
Pode-se destacar em especial a participação dos investidores pessoa física que segundo o diretor de relações com investidores da Renner, HRUBY (2008, pág. 18):

“A participação dos investidores individuais vem crescendo no capital das empresas. Um exemplo que pode-se destacar é o da Lojas Renner que em 2005, ano em que ocorreu a pulverização do capital, eles respondiam por cerca de 75% do número de acionistas. Hoje, o percentual é de 93%.”

Outro fator relevante responsável pelo aumento da participação dos investidores individuais é o lançamento do *Home Broker*²⁰ criado pela Bovespa na metade da década passada que acabou por incentivar o acesso direto dos pequenos investidores ao mercado e reanimaram os preços das ações, como será visto na sequência.

3.6 A INSERÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS PARA CAPTAÇÃO DE RECURSOS

Gráfico 06: Desembolsos do BNDES em relação a Captação no Mercado de Capitais 2003 a 2007.



Fonte: ANBID, CVM, BNDES

Renda Fixa: Debêntures, FIDCs, Notas Promissórias, CRIs

Renda Variável: Primária e Secundária

Valores em R\$ Bilhões

ores.

Segundo Marcelo Trindade²¹, 2005:

"O mercado de capitais e os financiamentos do BNDES são duas fontes de financiamento para as empresas. Os números dos desembolsos e das ofertas não são valores que competem, mas que se somam".

Como se pode observar no gráfico acima, houve um acréscimo significativo no padrão de financiamento das empresas que utilizaram o mercado de ações nos anos de 2003 a 2007.

Esta inversão ocorrida no padrão de financiamento é explicada por Kassia Tavares como (...) para fugir do crédito caro e escasso, empresas de maior porte recorrerem ao mercado de capitais ou ao BNDES, que cobra Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), hoje em 8,75% ao ano, mais taxa de corretagem, que varia de 0,5% a 2% ao ano. A diferença entre um e outro é que as empresas podem captar recursos no mercado de capitais para financiar projetos que não se enquadram nas liberações do BNDES, como operações de fusão e aquisição de empresas.

O período de 2003 a 2007 apresentou um crescimento muito significativo no financiamento de empresas através do mercado capitais, com 986,4%. Enquanto o BNDES, no mesmo período obteve um aumento de apenas 69,0%.

Esta inversão observada graficamente ocorreu a partir de 2004, onde o desembolso do BNDES, neste ano, foi de R\$ 39,8 bilhões para R\$ 40,7 bilhões em 2005, ou seja, um aumento de 18,09%. Já a captação pelo mercado de capitais, que no ano de 2004 foi de R\$ 26,6 bilhões, passou para R\$ 69 bilhões em 2005, auferindo um aumento de 159,4%.

No ano de 2006 as companhias arrecadaram R\$ 110 bilhões com a venda de ações, mais que o dobro dos desembolsos do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o que representou crescimento de 78,9%, se comparado aos R\$ 61,6 bilhões de operações em 2005. Em 2007, as ofertas de ações e debêntures atingiram 133,6 bilhões de reais, quase o dobro dos repasses do banco. Há cinco anos, o mercado de capitais fornecia às empresas apenas R\$ 20 bilhões ao ano, ou pouco mais da metade do que o BNDES emprestava.

Este expressivo aumento, explicado pela grande atratividade do mercado nacional por parte dos investidores estrangeiros juntamente impulsionado pela farta liquidez internacional,

²¹ Presidente da Conselho de Valores Mobiliários.

demonstra que o mercado de capitais brasileiro passou a cumprir o papel de grande impulsionador da atividade econômica, para viabilizar projetos de investimentos de longo prazo, com a captação de recursos pelas empresas, o que não acontecia outrora.

3.7 O REFLEXO DO RISCO-PAÍS NO IBOVESPA

O risco país é definido pelo BACEN, 2006 como:

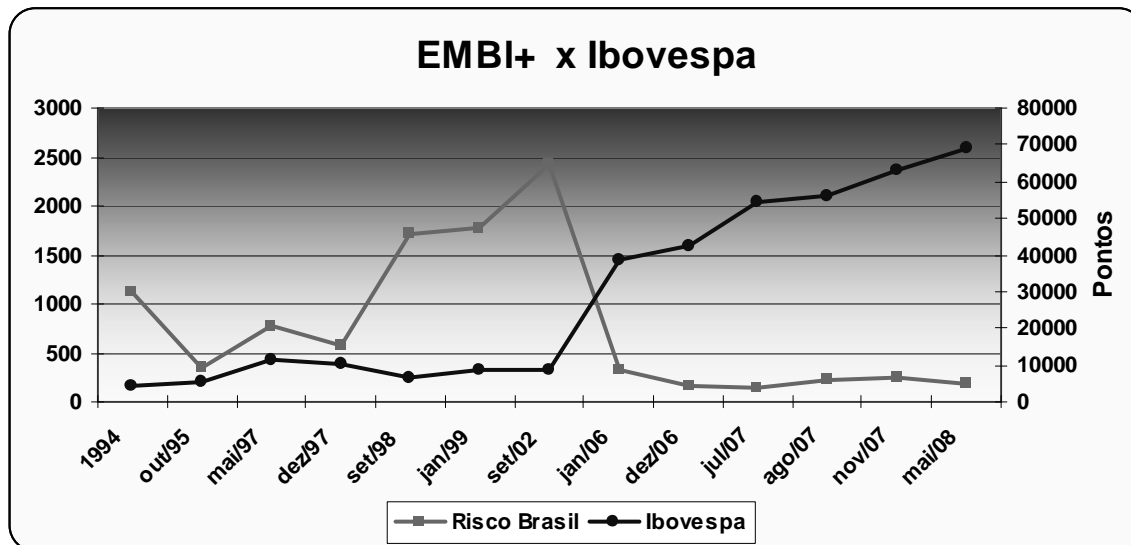
“Um indicador que busca expressar, de forma objetiva, o risco a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no País. No mercado, o indicador mais utilizado para essa finalidade mede o rendimento médio de uma carteira hipotética, constituída por papéis emitidos pelo Brasil no exterior, frente ao rendimento dos títulos do tesouro norte-americano de prazo comparável (que são considerados livres de risco)”.

Esse risco é medido pelo número de pontos percentuais de juros que determinado governo tem de pagar a mais que os EUA para conseguir empréstimos no exterior, pois quanto maior o risco, menor será a capacidade de o País atrair capital estrangeiro. Em consequência disso, maior terá que ser o “prêmio” pago aos seus investidores para compensá-los por assumir esse risco.

Conforme destaca o BACEN (2006), O indicador mais utilizado pelo mercado para mensurar este risco é o EMBI+, (Emerging Markets Bonds Index Plus), isto é, Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes. O EMBI+ é calculado pelo J.P.Morgan Chase desde dezembro de 1993, com base nos valores de negociações diárias em mercados secundários de 93 títulos de 21 economias emergentes, inclusive o Brasil. Ele compara os juros implícitos nos preços pelos quais os títulos emitidos por governos trocam de mãos aos juros dos títulos do governo americano, considerados os mais seguros do mundo. Por utilizar como base as negociações realizadas em mercados secundários que, por natureza, envolvem quantidade significativa de capital especulativo, o EMBI+ é uma medida bastante específica melhor utilizada para a avaliação de investimentos de curto e médio prazo em ativos financeiros.

Como pode-se observar no gráfico abaixo, é bastante evidente a correlação inversa entre o risco-país, medido pelo EMBI+, e o mercado acionário, representado pelo Ibovespa.

Gráfico 07: Risco-País (EMBI+) em relação ao Ibovespa 1994 a 2008.



Fonte: J. P. Morgan, Bovespa.

Elaboração: Autor

Com a estréia do índice EMBI+ em janeiro de 1995, o Brasil apresentava um risco de 1.120 pontos.

Em outubro de 1997, o risco Brasil estava relativamente baixo, menos de 400 pontos, mas nos meses que se seguiram houve a crise na Ásia (1997) e posteriormente a crise da Rússia (1998), situações que acabaram por afetar também o nosso país. De julho de 1998 até agosto de 1998, no auge da crise russa, o risco-país passou de 600 para 1400, ou seja, um aumento de 133%, alcançando em setembro 1.718 pontos. Outro pico acentuado de 1.687 pontos ocorreu em janeiro de 1999, com a desvalorização do real.

O Ibovespa em 1996 apresentou uma forte valorização de 63,70%, ano que não apresentou grandes turbulências internacionais. Com a crise da Rússia em 1998, o índice Ibovespa apresentou a pior desvalorização anual após a implantação do Plano Real, atingindo -33,40%.

Em 1999, com a desvalorização cambial, os papéis brasileiros ficaram ainda mais baratos com preços atraentes em dólar, atraindo investidores. O índice Ibovespa obteve uma valorização surpreendente de 151,90%.

De 2000 até o primeiro semestre de 2001, o risco-país não apresentou grandes oscilações, registrando em maio de 2000, 859 pontos, e em junho de 2001, 955 pontos. Houve um pico acentuado de 1285 pontos logo após o ataque terrorista em 11 de setembro. O Ibovespa registrou três anos subseqüentes de queda: em 2000, com o estouro da bolha Nasdaq, fechou o ano com uma desvalorização de -10,70%, em 2001 com o ataque terrorista

obteve uma desvalorização de -11% e 2002, com a apreensão por parte dos investidores com relação eleições e conseqüentemente da manutenção da política econômica, acarretou uma desvalorização de -17%.

O ano de 2002 foi marcado pela turbulência das eleições presidenciais de Luiz Inácio Lula da Silva, gerando diversas incertezas com relação à continuidade da política econômica por parte dos investidores. O nível mais alto que o risco-país registrou, desde o início do plano real, foi de 2.515 pontos, em setembro de 2002, pouco antes das eleições. Essa pontuação foi registrada logo após o Fundo Monetário Internacional (FMI) haver liberado um empréstimo de US\$ 30 bilhões ao Brasil. Neste período, houve uma fuga excessiva de capitais, um aumento no risco-país e uma desvalorização cambial. A Bovespa neste panorama também apresentava perdas, não ultrapassando os 10.000 pontos e registrando em setembro de 2002, 8616 pontos, o menor índice desde janeiro de 1999. Após sanadas as incertezas por parte dos investidores quanto a continuidade da política econômica do governo Lula, o risco país do Brasil veio caindo sistematicamente e com ele uma forte valorização do Ibovespa.

Em 2003, marcado pelo conflito no Oriente Médio, fez com que os investidores estrangeiros se afastassem do Brasil. O mês de março registrou uma entrada de investimentos na ordem de US\$ 200 milhões, valor extremamente baixo se comparado a março de 2002, onde o país recebeu US\$ 2,36 bilhões em investimentos. Porém, este fraco desempenho no primeiro semestre não foi verificado no segundo semestre. O Ibovespa fechou o ano com uma valorização de 97,30 e o risco país com 481 pontos.

No ano de 2005, foi observada uma fraca oscilação do risco-país, fechando o ano em queda de -4,8%, porém o Ibovespa apresentou uma valorização de 27,7%.

Em 2006, o risco-país apresentou uma queda acentuada de -46,2%, fechando o ano com 192 pontos, enquanto o Ibovespa apresentou uma valorização de 32,9%. Esta forte queda registrada foi em grande parte pelo anúncio de que o governo fez recompra antecipada de títulos da dívida externa.

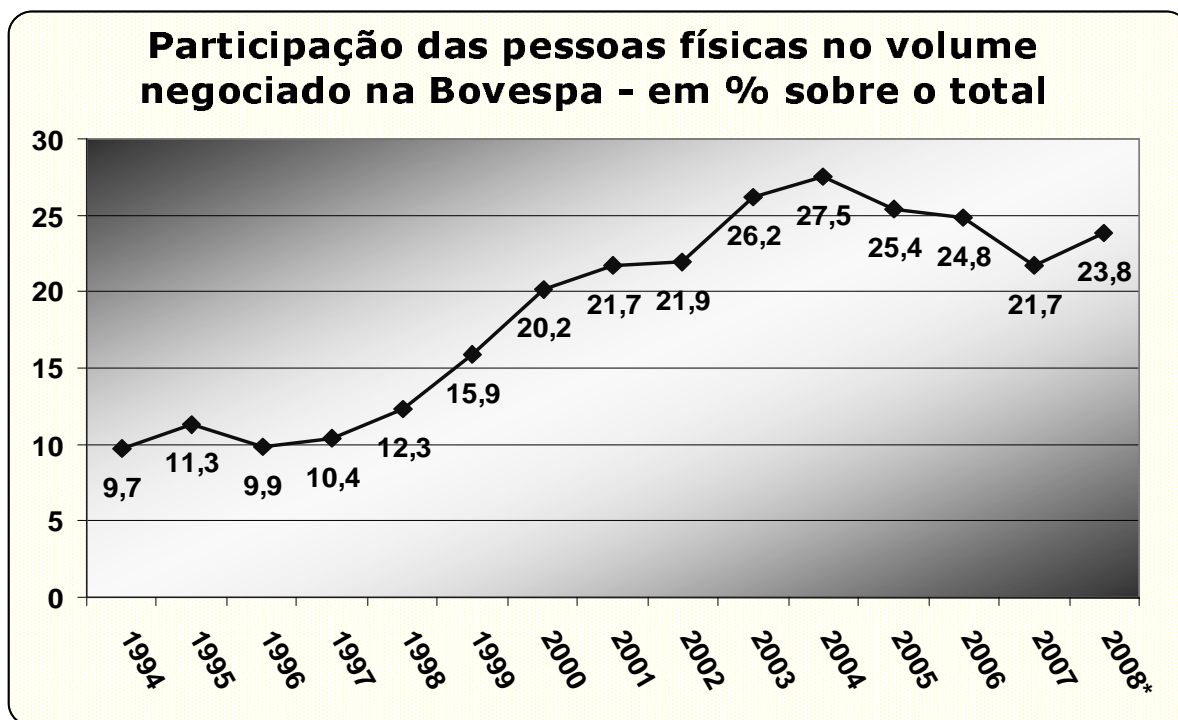
Em maio de 2007, o risco-país atinge seu recorde histórico descendo a 156 pontos, recuando 19% desde janeiro. Neste mesmo mês o Ibovespa registrou também recorde histórico como 46.854 pontos. Quando eclode a crise dos *subprimes* em julho de 2008, o risco país registrava 164 pontos de média alcançando em novembro 236 pontos, ou seja, um aumento de 43,9%, enquanto o Ibovespa alcançou no início de setembro uma redução de aproximadamente 21,0%, aos 45.832 pontos. Após estes dois meses retornou sua trajetória altista até novembro de 2007. De novembro de 2007 até maio de 2008 andou de lado, oscilando entre 58.000 pontos a 65.000 pontos. O risco-país após este pico em novembro

recuou, registrando forte queda de 7,25% (15 pontos) no dia em que o País recebeu o grau de investimento por mais uma grande agência de classificação de risco, levando-o aos 192 pontos.

3.8 A MIGRAÇÃO DOS INVESTIDORES PARA BOVESPA – PESSOA FÍSICA

No gráfico abaixo se pode observar de forma mais detalhada o aumento da participação dos investidores individuais no volume negociado na Bovespa nos anos de 1994 até 2008.

Gráfico 08 – Evolução da Participação das Pessoas Físicas na Bovespa, 1995 a 2008



Fonte: Revista Razão Contábil, fevereiro de 2008.
 Dados coletados até março de 2008.
 Elaboração: Autor

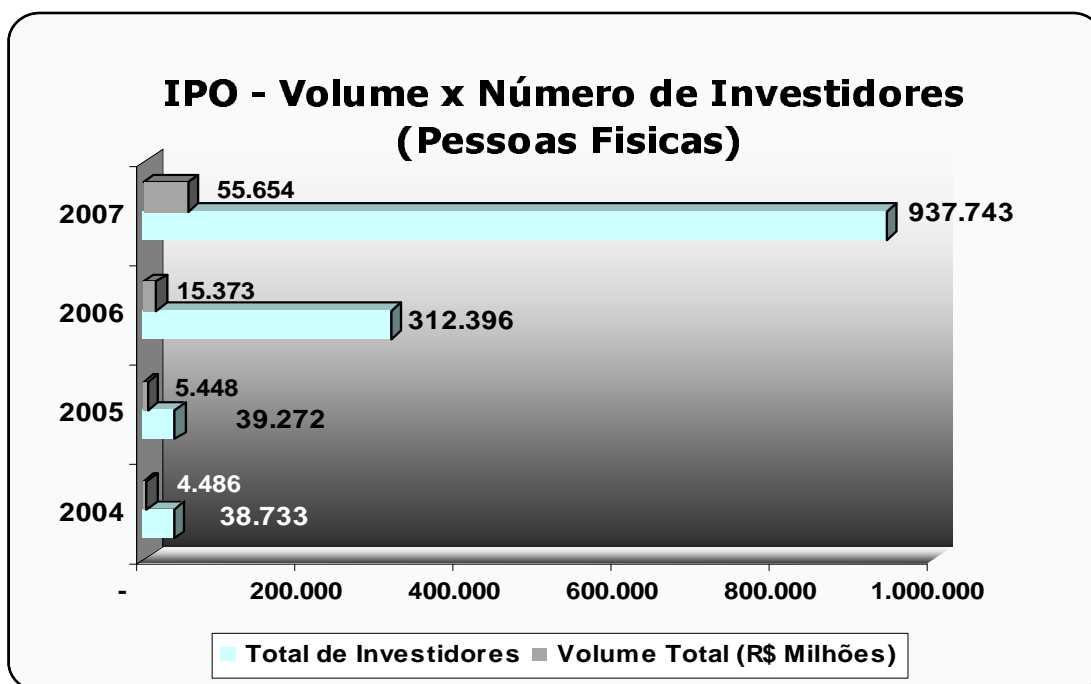
No ano em que foi lançado o Real (1994), os investidores individuais representavam apenas 9,7% do total no volume negociado na Bovespa. Passados dez anos após a implantação do Real, e com estabilidade monetária alcançada esse valor percentual passa a representar 27,5%, um crescimento significativo, já que agora representa um pouco mais de um quarto de todo o volume movimentado pela Bovespa.

Quanto ao aumento da participação dos agentes Institucionais e Estrangeiros na Bovespa deve-se basicamente a fatores macroeconômicos internos²² ocorridos na economia brasileira, como a estabilidade monetária. A partir do lançamento do Plano Real e o fim da instabilidade monetária (da inflação), que havia formado uma cultura de investimento baseada basicamente em aplicações de renda fixa, como poupança e títulos públicos. Segundo Edison Garcia superintendente da Associação de investidores no Mercado de Capitais (Amec), o risco era baixo e os juros eram altos, sendo o mercado acionário concentrado, pouco transparente e as empresas abertas, carentes de governança corporativa²³.

Como resultado da nova conjuntura econômica brasileira o mercado de capitais cresceu, novas companhias chegaram à Bovespa ocorrendo uma migração dos investidores de renda fixa e títulos para a renda variável (ações).

Neste contexto, como pode-se observar no gráfico abaixo, houve um incremento expressivo do número de participantes pessoas físicas com relação ao volume total nas ofertas públicas iniciais de ações (IPO's) a partir de 2004.

Gráfico 09: Evolução do número de Pessoas Físicas participantes em IPO's de 2004 a 2007



Fonte: Bovespa
Elaboração: Autor

²² Fatores Macroeconômicos Internos, tais como: estabilidade monetária, abertura comercial, taxa de cambio flutuante.

²³ Governança Corporativa, definido como um conjunto de princípios e práticas que procuram reduzir os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia, maximizando o valor da empresa e, conseqüentemente, aumentando o retorno para seus acionistas. De acordo com Braga (2004), a GC permite assegurar aos sócios da empresa equidade, transparência, prestação de contas e compromisso com resultados.

Ainda em relação a crescente participação das pessoas físicas no volume de negociações da Bovespa pode-se afirmar que o mesmo é pequeno quando comparado à proporção entre investidores e companhias abertas no Brasil com países que possuem um mercado de capitais mais desenvolvido.

Tabela 01: Evolução Investidores Pessoa Física em Relação PIB e Total de CIAs Abertas, 2006.

País	Investidores Pessoas Físicas Milhões	PIB PPP (1)	Total das Cias. Abertas
Estados Unidos	95	43,1	16.898
Reino Unido	10	35,5	3.309
Alemanha	10	31,4	1.307
Austrália	10	33,1	2.210
França	7	31,8	1.209
Suécia	2,1	34,7	603
Dinamarca	1,5	36,9	535
Holanda	1,5	36,9	293
Hong Kong	1	38,7	1.351
Polônia	1	15,1	381
Portugal	0,9	22,9	91
Finlândia	0,72	35,6	178
Slovênia	0,60	24,6	53
Brasil	0,40	10,1	552
Áustria	0,40	36,7	150
Noruega	0,33	44,6	335
Quênia	0,05	1,4	54

Fonte: Federação Mundial de Investidores (WFIC – The World Federation of Investors); Banco Mundial CreditRisk Monitor

(1) Produto Interno Bruto nominal, pela Paridade de Compra per capita, em US\$ mil (dados de 2006).

Analisando a tabela acima é possível verificar que os EUA possuem a maior proporção entre investidores e companhias abertas com 95 milhões de investidores individuais que aplicam 16.898 empresas, mesmo com PIB inferior ao da Noruega, que tem 330 mil investidores e 335 empresas abertas. Já o Brasil está em 14º lugar entre os 18 países associados, com um PIB per capita de US\$ 10 mil anuais, tem 456 mil investidores e 552 companhias. Sendo assim, a proporção entre investidores e companhias abertas é similar a existente no Quênia (país com PIB per capita dez vezes menor que do brasileiro), demonstrando que o mercado de capitais no que diz respeito aos investidores pessoa física, ainda há muito espaço para crescer.

Segundo o diretor geral da WFIC Claus Silfverberg os investidores individuais tem um importante papel no desenvolvimento do mercado acionário por três razões, quais sejam:

- 1) A participação dos investidores individuais contribui para a formação de preços mais justa, pois um mercado em que apenas grandes investidores negociam, os preços de uma ação podem ser mais facilmente manipulados do que em um ambiente em que mais pessoas comprem e vendem ações;
- 2) Contribuem também para a estabilidade dos preços, já que costumam ser fieis as companhias nas quais investem; e
- 3) Também facilitam a capitalização de empresas de pequeno e médio porte, que normalmente não despertam interesse dos grandes investidores profissionais e institucionais.

No que diz respeito à participação das Empresas estas se mantiveram relativamente constante ao longo de todo o período estudado (1994/2008). Um fato relevante e que merece destaque para análise do presente trabalho é a queda da participação desses agentes em 1998 devido a Crise Russa, como pode ser observado no gráfico abaixo.

Com a Crise da Rússia eclodindo em agosto de 1998, ocorre um influxo de capitais acarretando uma forte instabilidade, devido à volatilidade dos fluxos de capitais (resultando em flutuações no custo da dívida pública interna e na rentabilidade dos títulos *bradies*²⁴), somado ainda a fatores tais como:

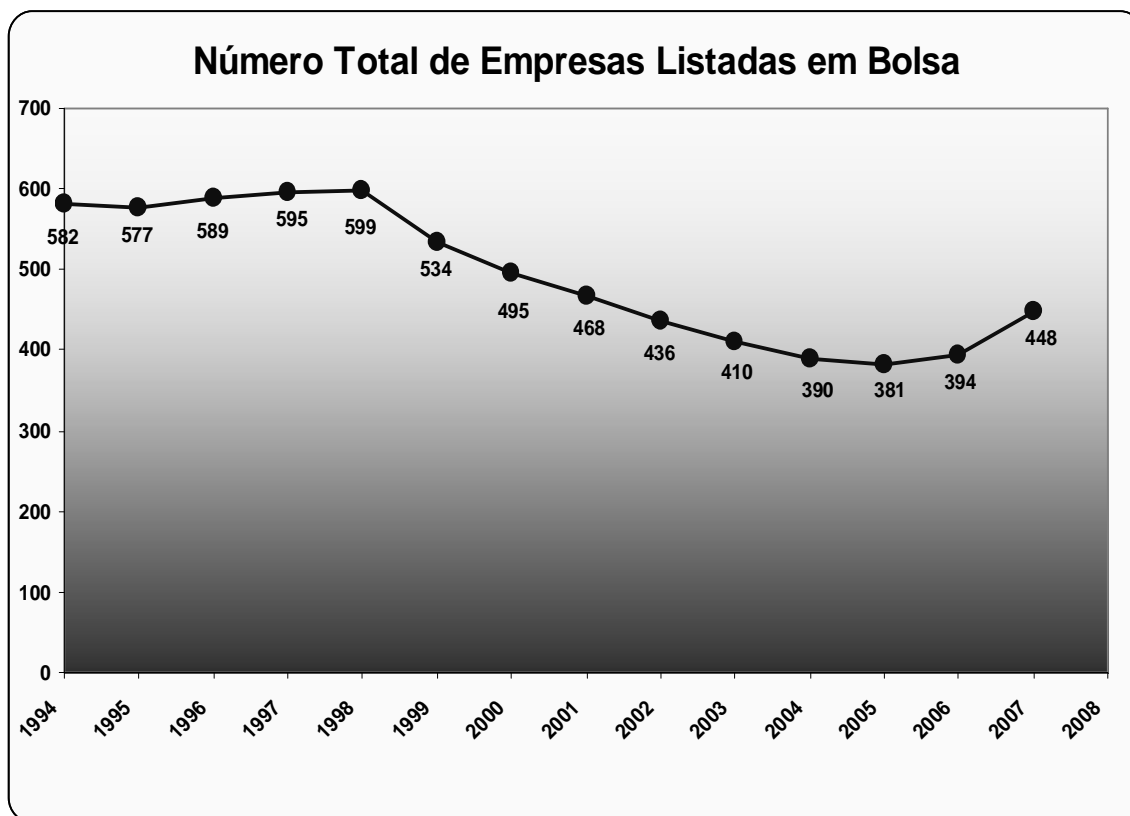
- a âncora cambial que dependia do crescente dos fluxos de capitais voluntários (o fechamento das contas externas impôs um limite à redução da taxa de juros interna);
- a deterioração das expectativas em relação à sustentabilidade da taxa de câmbio sobrevalorizada, (os investidores residentes e não residentes iniciaram um movimento de fuga de ativos brasileiros).

Tais condicionantes levaram a uma queda na participação do número total de empresas listadas na Bovespa como pode ser observado no gráfico abaixo.

²⁴*Bradies*, são títulos da dívida pública brasileira.

3.9 A PARTICIPAÇÃO DAS EMPRESAS NO MERCADO ACIONÁRIO

Gráfico 10: Evolução do número de Empresas Listadas na Bovespa de 1994 a 2007



Fonte: Revista Razão Contábil, fevereiro de 2008.

Elaboração: Autor

Em 1994, a Bolsa possuía 582 empresas listadas, aumentando este número em 17 empresas até 1998. A partir de 1998, houve uma queda gradual no número de empresas listadas na Bovespa, sendo que a participação do número total só volta a apresentar sinais de recuperação a partir do ano de 2006, como pode ser observado no gráfico acima, onde apresenta um crescimento em relação ao ano anterior de 3,4%. Passando assim de 381 empresas listadas na Bovespa no ano de 2005 para 394 no ano de 2006. Após um discreto incremento em 2006, registra-se um salto em 2007, com um aumento de 13,71%, totalizando 448 ao final do ano. Este aumento expressivo registrado no ano de 2007, com a entrada de 64 novas companhias em seu pregão, são derivados, em partes, pelo cenário econômico favorável interna e externamente, este devido à alta liquidez internacional, ocasionando um ciclo de liquidez para os países periféricos com o objetivo de maiores rendimentos. Esta liquidez estimula as empresas a captarem recursos no mercado de capitais, fato este que pode ser observado no “gráfico 05” pelo aumento considerável de investimentos estrangeiros no mercado acionário brasileiro e do aumento destes na participação como investidores em *IPO's*.

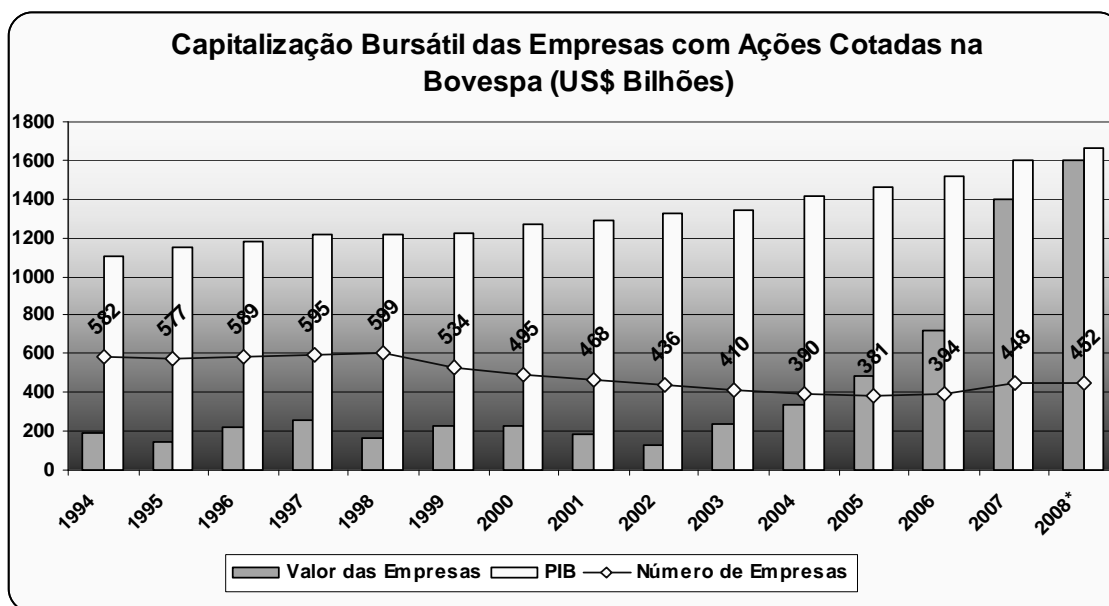
3.10 A CONSOLIDAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO

A consolidação e o crescimento do mercado acionário brasileiro no período pós-real fizeram o valor das empresas listadas na Bovespa se nivelarem pela primeira vez ao tamanho do PIB brasileiro.

O indicador utilizado para medir o valor de mercado de todos os ativos cotados em uma determinada bolsa de valores, somando-se o valor de mercado de cada ação é chamado capitalização bursátil. Este indicador, obtido pela multiplicação entre a cotação de fechamento e do número de ações, possui como característica o dinamismo, pois apresenta muitas oscilações em curtos espaços de tempo conforme destaca FRANCO, 2008:

“(...) é certo que a nova riqueza é volátil, por que depende do futuro, que tem por ofício incerto”.

Gráfico 11: Evolução do PIB com relação à Capitalização Bursátil das empresas listadas na Bovespa de 2004 a 2008.



Fonte: Bovespa, BC

*Dados Coletados em maio de 2008.

Obs.: PIB obtido pela cotação do dólar a R\$ 1,60

O gráfico acima demonstra a evolução correlativa entre o PIB (Produto Interno Bruto) e a capitalização bursátil no período pós-real. Esta correlação serve de parâmetro para medir o desenvolvimento e a força das empresas de capital aberto de determinado país. Em 1994, a capitalização bursátil da Bovespa era de aproximadamente US\$ 189,10 bilhões e representava

aproximadamente 17,11% do PIB. Em maio de 2008, o valor de mercado de todas as empresas cotadas na Bolsa, registrou a surpreendente marca de US\$ 1,66 trilhões, igualando-o ao PIB brasileiro, em menos de 15 anos.

Tabela 02. Variação Percentual Anual da Capitalização Bursátil com relação ao PIB de 1994 a 2008.

VARIAÇÃO PERCENTUAL ANUAL			
Ano	Capitalização Bursátil	PIB	PIB / Capitalização Bursátil
1994	90,20 %	5,33%	17,11%
1995	-21,90%	4,42%	12,79%
1996	47,00%	2,15%	18,40%
1997	17,80%	3,38%	20,96%
1998	-37,00%	0,04%	13,20%
1999	42,00%	0,25%	18,70%
2000	-1,30%	4,31%	17,69%
2001	-17,80%	1,31%	14,36%
2002	-33,10%	2,66%	9,35%
2003	88,90%	1,15%	17,47%
2004	45,60%	5,71%	24,05%
2005	41,40%	3,16%	32,975
2006	49,90%	3,75%	47,63%
2007	93,60%	5,42%	87,46%
2008*	14,45%	5,00%	96,26%

Fonte: Bovespa, IBGE.

*Dados Coletados em maio de 2008.

Obs.: PIB obtido pela cotação do dólar a R\$ 1,60

De 1994 a 2000, como foi um período de grandes oscilações na Bovespa esta proporção manteve-se em patamares baixos, não ultrapassando os 25%, registrando ao final do ano 2000, aproximadamente 17,69%. Com a expansão mais acentuada do mercado acionário a partir de 2005, registrando sucessivas valorizações anuais, essa diferença ensaiou uma diminuição, principalmente no biênio 2006-2007, onde apresentou um aumento de aproximadamente 40 pontos percentuais como se pode perceber na tabela acima.

Outro fato importante a ser destacado neste período foi com relação à quantidade de empresas listadas na Bovespa e a proporção PIB/Capitalização Bursátil. Em 1994, haviam 582 empresas listadas na Bovespa passando ao final de 2007 para 448 empresas. Este decréscimo 134 empresas nos reporta a seguinte análise, ou seja, estas 448 empresas possuem um valor quase vinte vezes superior às 552 empresas listadas em 1994 e a sua diferença com relação ao PIB alcançou uma redução de 70,35 pontos percentuais. Este aumento substancial

do valor das empresas listadas na Bovespa, no período abordado, foi de aproximadamente 746% no período pós-real, enquanto o PIB brasileiro cresceu 50,42% no período.

O mercado brasileiro, em termos proporcionais de tamanho, começa a ser comparado ao seleto grupo de países desenvolvidos, onde esta correlação entre bolsa de valores e PIB é próxima dos 100%. Este notável desempenho é reflexo de um mercado de capitais que evoluiu ao longo dos últimos anos e passou a representar uma importante fonte de diversificação para captação de recursos pelo setor privado.

3.11 A BOVESPA E AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A adoção de práticas de governança corporativa vem crescendo por parte das empresas que estão inseridas no mercado de capitais brasileiro, buscando-se assim, promover atitudes que aumentem a credibilidade e a segurança dos agentes investidores externos e internos, como a implantação de uma boa estrutura de governança corporativa (SCHNORRENBURGER, 2003).

Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem como finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, como investidores, empregados e credores, tendo em vista a separação entre controle e propriedade, facilitando o acesso ao capital. (CVM, 2008)

Contudo, uma característica das companhias abertas brasileiras até então, é terem forte concentração das ações com direito a voto. Fomentando assim conflitos entre os acionistas majoritários e minoritários e não com acionistas e gestores profissionais. Este aspecto faz com que os conselheiros sejam em sua maioria eleitos pelos acionistas controladores, o que reduz uma posição mais ativa e independente desses conselheiros (SILVEIRA, 2002).

O governo federal tem estimulado cada vez mais as práticas de governança corporativa buscando fortalecer as companhias de capital aberto, além da economia nacional. Sendo assim, no ano de 2003 foi criado pelo BNDES²⁵ um programa de incentivo à adoção de práticas de governança corporativa, oferecendo às empresas benefícios diretos tais como a redução dos juros dos empréstimos e alongamento do prazo de financiamento.

Já a Bovespa seguindo o mesmo caminho adotado pelo governo federal criou quatro níveis de governança corporativa, apresentadas aqui de forma sucinta, quais sejam:

1) Nível 1: As companhias listadas nesse nível adotam regras de transparência e dispersão acionária, (tendo como princípio que 25% do capital têm que ser mantido em

²⁵BNDES, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

circulação), onde as ofertas públicas de ações utilizam mecanismos que favoreçam a dispersão do capital. Além das empresas listadas nesse nível terem que apresentar demonstrações de fluxo de caixa e divulgar calendário anual de eventos corporativos;

2) Nível 2: As companhias listadas no Nível 2, adotam as regras de transparência e dispersão acionária do Nível 1, além do equilíbrio de direitos entre controladores e minoritários;

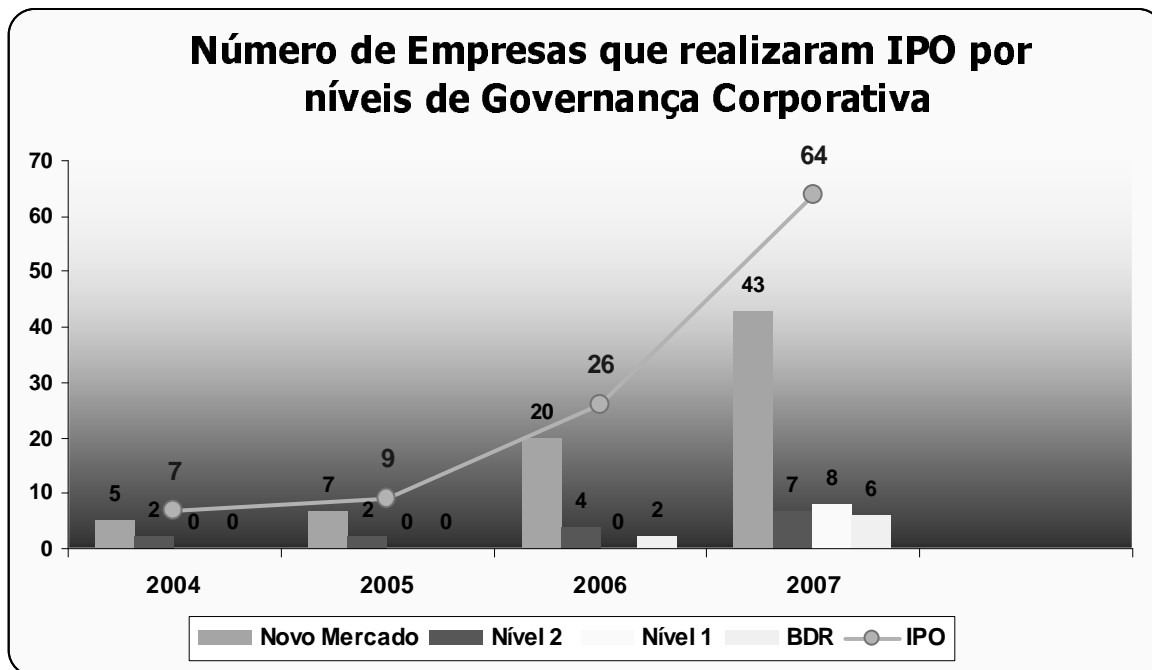
3) Novo Mercado: O penúltimo nível de governança corporativa, difere do nível 2 por adotar, além das exigências anteriores, somente ações ordinárias na composição de seu capital social. O conselho administrativo deve ser composto por no mínimo três membros, além da obrigatoriedade na adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado.

Criado na Alemanha em 1997 e implantado no Brasil em 2000, o Novo Mercado têm como objetivos fortalecer o mercado de capitais nacional, conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em bolsa e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

No mercado de balcão organizado existe um segmento denominado Bovespa Mais, para empresas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa. Administrado e idealizado pela Bovespa, possui como objetivo tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas.

No gráfico abaixo é possível verificar o forte crescimento na oferta de ações no que diz respeito à prática de governança corporativa. É possível verificar que há um aumento significativo na oferta de ações (na Bovespa), por empresas que adotam o princípio de governança corporativa demonstrando assim, uma tendência do mercado.

Gráfico 12: Evolução do número de empresas que realizaram IPO por Níveis de Governança Corporativa de 2004 a 2007



Fonte: Revista Razão Contábil, fevereiro de 2008.

Nos anos de 2004 e 2005 observa-se um crescimento pouco significativo na adesão aos princípios de governança corporativa, onde apenas 7 e 9 empresas haviam aderido a algum tipo de governança corporativa, respectivamente.

Já nos anos de 2006 e 2007 ocorre um crescimento expressivo de empresas que passam a aderir a algum nível de governança corporativa. No gráfico acima, percebe-se que nestes dois últimos anos, houve uma clara mudança na composição das IPO's, com uma maior fração das ofertas listadas no segmento Novo Mercado. Em 2006, das 26 IPO's, 20 empresas aderiram ao Novo Mercado. No ano de 2007, foram 43 empresas aderindo ao Novo Mercado.

Em 2007 foram registradas 64 IPO's, ou seja, um aumento de 146% em relação ao ano de 2006, quando foram realizadas 26 operações. Essas ofertas totalizaram um volume de captações da ordem de R\$ 55,5 bilhões, um incremento de 261% em relação ao volume de R\$ 15,2 bilhões do ano anterior. Além destas, 12 empresas já listadas na BOVESPA realizaram ofertas sequenciais (*follow ons*) e captaram o equivalente a R\$ 14 bilhões (R\$ 15 bilhões em 2006). (BOVESPA, 2008).

Esse crescimento deve-se principalmente às novas exigências adotadas pelos investidores, que buscam ações de empresas que adotam praticas de governança corporativa, tendo em vista a maior transparência e como consequência maior credibilidade.

A transparência na divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais é de fundamental importância, tendo em vista a forte influência deste mercado no desenvolvimento econômico do país e na captação de recursos de longo prazo para as empresas.

Segundo Martinez (2004), a ampla divulgação de informações, além de trazer benefícios a investidores, analistas e sociedade, traz benefícios à própria companhia. Isso porque quanto maior a qualidade e a transparência das informações prestadas ao mercado, maiores serão as chances de atração de investimentos com baixo custo de capital.

Diante deste contexto, as empresas devem estar cada vez mais comprometidas com uma boa política de divulgação de informações, pois este é um importante instrumento de valorização da empresa e fortalecimento do mercado de capitais.

Ao longo do tempo, ao sofrer com crises internacionais e cambiais, as empresas brasileiras passaram por um processo de transformação com a abertura econômica do país e se tornaram mais eficientes tendo que conviver com grandes multinacionais e produtos cada vez mais competitivos.

Conforme relatou Renée Pereira, 2008:

Com os prejuízos causados pela desvalorização cambial de 1999, as empresas aprenderam a trabalhar com níveis de endividamento menores, diz Almeida. Ao mesmo tempo, tiveram mais acesso ao mercado de capitais, o que lhes permitiu conseguir dinheiro mais barato do que o obtido por financiamento bancário. Para se ter idéia, entre 2004 e 2007, 106 companhias fizeram Oferta Pública Inicial (IPO, na sigla em inglês). Além disso, 28 empresas emitiram novas ações e injetaram mais recursos nos negócios.

3.12 BOVESPA ENTRE AS MAIORES BOLSAS DO MUNDO

As bolsas de valores no mundo todo estão se tornando companhias de capital aberto, com o objetivo de alcançar maiores lucros. A Bolsa de Valores Australiana (ASX), que emitiu ações e passou a operar seus próprios papéis, se tornou a primeira bolsa de valores do mundo com capital aberto.

Nesse cenário agressivo e em busca de oportunidades, passaram a surgir parcerias, fusões e muito confronto. Em 2007 se consolidou a união da Bolsa de Nova York (NYSE) com a Euronext, sediada em Paris. As bolsas de Frankfurt (FWB), a Deutsche Boerse e de Zurique (SWX) compraram a Bolsa internacional de Securitizações (ISE), nos Estados Unidos.

Em agosto de 2007, a Bovespa Holding (código BOVH3), resultante da reestruturação societária da própria Bovespa, que tem como subsidiárias integrais a Bolsa de Valores de São Paulo e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, realizou IPO. Tendo seus próprios papéis negociados no pregão e com sua principal fonte de receita os emolumentos cobrados - percentual cobrado sobre o volume negociado e liquidado no mercado - a mesma tornou-se assim, uma empresa de capital aberto, com um total de 288.066.125 ações ordinárias negociadas no mercado, captando 6,625 bilhões de reais, o que se tornou a maior oferta de ações já realizada no Brasil.

Diante de tais transformações, em novembro de 2007, a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) realizou IPO. Com uma captação de R\$ 5,98 bilhões está entre os maiores lançamentos de ações do mercado de capitais brasileiro

Ainda buscando atingir maior eficiência, e seguindo uma tendência que vem ocorrendo no mercado de capitais em todo mundo, a Bovespa Holding, juntamente com a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), aprovaram (através dos seus Conselhos de Administração), a integração das atividades das duas companhias.

A fusão das duas bolsas brasileiras passou a se chamar “NOVA BOLSA”, onde a soma do valor de mercado das mesmas no momento do anúncio da fusão foi em torno de US\$ 20 bilhões.

Segundo a Bovespa (2008):

“[...] estima-se preliminarmente que esta reorganização societária poderá, até 2010, atingir um potencial de economia de até 25% das despesas operacionais anuais da organização combinada, em função das sinergias existentes”,

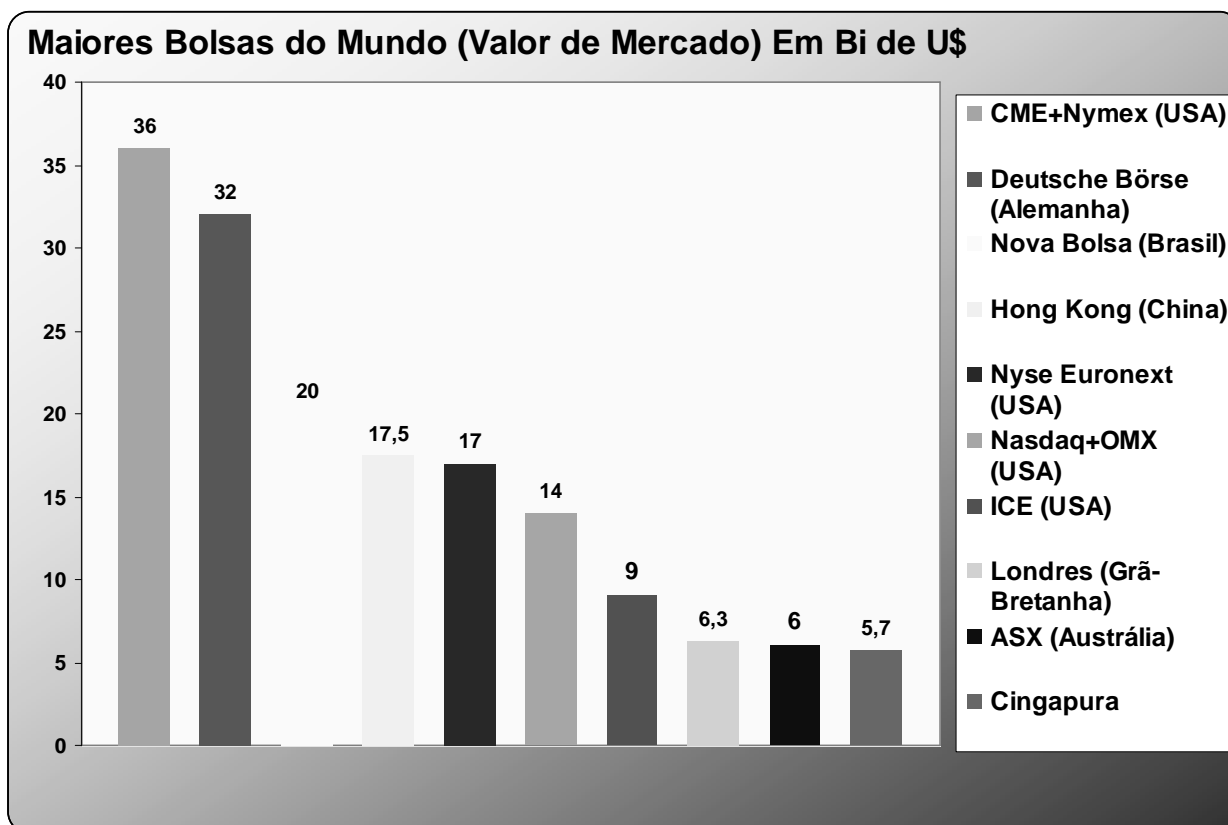
A Nova Bolsa será uma companhia aberta e com ações negociadas no Novo Mercado. Os acionistas da BM&F e da Bovespa Holding receberão ações ordinárias emitidas pela Nova Bolsa.

A Nova Bolsa, companhia aberta e com ações negociadas no Novo Mercado da Bovespa, terá uma reorganização societária que levará a uma emissão de ações ordinárias da nova empresa, para os acionistas da BM&F e da Bovespa, na proporção de 50% para cada um. Os acionistas da Bovespa Holding receberão ainda pagamento adicional de R\$ 1,24 bilhão.

Segundo dados da Economática a Bovespa e BM&F em 2007, responderam por 70% da movimentação na América Latina. Ainda segundo dados obtidos junto a mesma

instituição, os preços das ações das duas empresas em 25 de março de 2007, considerando o valor de mercado era de R\$ 20 bilhões, esses dados revelam que a nova companhia nasceu como a terceira maior bolsa do mundo, como pode ser observado através dos dados apresentados no gráfico abaixo.

Gráfico 13: Maiores Bolsas do Mundo em Valor de Mercado



Fonte: Revista Exame

Elaboração: Autor

O gráfico acima demonstra que a Nova Bolsa está entre as três maiores bolsas do mundo ficando atrás apenas da bolsa dos EUA e da Alemanha, e ultrapassando em valor de mercado as bolsas Hong Kong, Londres e Cingapura.

Para a Bovespa (2008):

“[...] o Brasil se torna referência no mercado financeiro e de capitais. O lucro líquido da Bovespa Holding cresceu 139,9% em 2007, um ano marcado por um grande volume de IPOs (dentre os quais o da própria empresa). O montante chegou a R\$ 478,5 milhões, sendo que em 2006 o lucro líquido foi de R\$ 199,4 milhões. O Brasil aos poucos descobre que o mercado de capitais e ações, mais que um mercado cheio de incógnitas e perdas, pode ser um instrumento confiável de captação de capital e de bons investimentos, tanto para grandes quanto para pequenos investidores. Todo esse sucesso também é fruto da organização e dos bons fundamentos da economia brasileira, que nos brindou com excelentes surpresas no ano passado”.

Sendo assim, com a fusão da Bovespa com a BM&F espera-se atingir um ganho de eficiência significativo além de se tornar mais competitiva perante as demais bolsas do mundo.

Outra transformação que está ocorrendo no mercado de capitais que merece destaque é o aumento da demanda de pessoas físicas por esse tipo de investimento, aumentando assim a disputa por esses investidores pelas grandes corretoras, levando essas a inovarem seus instrumentos para operação e análise de ações. Ferramentas estas como o Podcasts, já estão sendo utilizados com o objetivo de levar mais informações para os investidores.

Segundo dados obtidos junto a Bovespa os Sistemas de *HomeBrokers* movimentam em média R\$ 10,6 bilhões/mês, sendo 24% pessoas físicas (PF), devendo ultrapassar 33% em 3 anos. Em 2005 o número de investidores PF era de 155.183 mil, no ano seguinte (2006), atingiu 219.634 mil, no ano de 2007, esse número se elevou para 246.980 investidores PF, demonstrando assim, quantitativamente o tamanho da expansão desse mercado no Brasil.

Neste sentido, outro avanço considerável atingido pelo Brasil em 2008 foi a liderança do maior mercado acionário emergente do mundo. Após superar simultaneamente os mercados de China e Coréia, assume a liderança como o maior mercado mundial dos países emergentes com uma participação de 14,95% no índice *MSCI GEMs*²⁶ - índice este usado como *benchmark*²⁷ para os emergentes e calculado pelo *Morgan Stanley*²⁸ - como observa-se na tabela abaixo:

Tabela 3 – Participação no Brasil comparado com os mercados emergentes através do índice MSCI GEMs Index.

Posição	Mercado	Valor de Mercado (US\$ Bilhões)	Peso	Empresas listadas
1	Brasil	US\$ 509,1	14,95%	69
2	China	US\$ 481,8	14,15%	112
3	Coréia	US\$ 466	13,69%	113
4	Taiwan	US\$ 363,5	10,68%	123
5	Rússia	US\$ 337	9,90%	32
8	México	US\$ 169,6	4,98%	28
Total	25	US\$ 3.405	100%	927

Fonte: Citigroup

²⁶ O *MSCI Global Emerging Markets* (GEMs), índice apurado pelo Morgan Stanley, é composto por ações de 25 países considerados emergentes, cada qual com peso atribuído de acordo com sua capitalização em circulação no mercado, onde o montante de empresas que compõem o índice varia de acordo com cada país

²⁷ Termo utilizado no mercado financeiro para determinar um índice que servirá como parâmetro para comparação de investimentos

²⁸ É um banco de investimento e provedor de outros serviços financeiros com sede em Nova Iorque.

Esta foi a primeira vez que o mercado brasileiro ultrapassou o de China e Coréia. Com apenas 69 empresas listadas no índice *MSCI*, ou seja, 43 empresas a menos que a China e 44 empresas menos que a Coréia, o valor de mercado do mercado brasileiro soma US\$ 509,1 bilhões, sendo que a China, que ocupa o segundo lugar, possui uma capitalização US\$ 481,8 bilhões, aponta o relatório do banco norte-americano.

Outro resultado importante a ser ressaltado é que o mercado brasileiro também melhorou posições no ranking global, passando a décimo maior mercado acionário do mundo, com uma participação no *MSCI World* de 1,71%, superando países como Itália e Hong Kong, ficando atrás da Espanha que possui uma capitalização de US\$ 511,3 bilhões, apenas US\$ 2,2 bilhões a mais que o mercado brasileiro. Em oitavo colocado no ranking está a Austrália com capitalização de mercado US\$ 836,6 bilhões (Gazeta Mercantil, 26/02/2008).

Tabela 4: Participação do Brasil comparado com os mercados emergentes através do índice MSCI World Index.

Posição	Mercado	Valor de Mercado (US\$ Bilhões)	Peso	Empresas listadas
1	EUA	US\$ 12.569,5	42,17%	635
2	Reino Unido	US\$ 2.829,6	9,49%	156
3	Japão	US\$ 2.620,7	8,79%	397
4	França	US\$ 1.342,4	4,50%	74
5	Canadá	US\$ 1.152,7	3,87%	105
10	Brasil	US\$ 509,1	1,71%	69
Total	48	US\$ 29.805,6	100%	2.872

Fonte: Citigroup

Uma recente pesquisa intitulada "*Barclays Wealth Insights - Evolving Fortunes*", elaborada pelo banco Inglês *Barclays Wealth* em conjunto com a EIU²⁹, aponta que até 2017, o Brasil se tornará líder entre os Brics³⁰ em número de milionários. O país deverá ter 675 mil domicílios com uma riqueza superior US\$ 1 milhão, número bastante superior aos dos demais países do grupo, porém este número não representará aumento significativo com relação à proporção de milionários sobre a população total, que passarão a representar 1,1% da população.

²⁹ *Economist Intelligence Unit*.

³⁰ Grupo de países emergentes que reúne, além do Brasil, a Rússia, a Índia e a China.

3.13 BOVESPA E O INVESTIMENT GRADE

Investiment Grad traduzido para o português significa grau de investimento, que nada mais é do que uma recomendação de investimento. Nesse caso, a recomendação é dada ao país e quem recomenda são as agências de risco: - *Fitch*; - *Standard & Poors*; - e a *Moody's* (que funcionam como uma referência no mercado de investimentos).

Essas agências são responsáveis pela classificação dada a cada país, como se fosse uma nota de grau de investimento. Essas notas são faixas atribuídas aos países que de acordo com relações de dívida, PIB, fatores econômicos e macroeconômicos. Algumas fundações e investidores estrangeiros só investem em países que possuem o grau de investimento.

Portanto, o Brasil ao atingir essa classificação passou a ser visto por outros países como uma opção de investimento. Para identificar os países com grau de investimento são consultadas as agências de risco, que atribuem os *ratings* para cada país.

O grau de investimento é um patamar importante para o Brasil, pois ao conquistá-lo estimá-se que em um curto espaço de tempo haja um aumento expressivo no volume na Bolsa de Valores e o dólar se mantenha pressionado para baixo.

Agora com o *Investiment Grade* outorgado pela agência de avaliação de rating *Standard & Poor's* em 30/04/2008, e posteriormente pela *Fitch*, muitos fundos que ainda não aplicavam no Brasil por conta dessa barreira poderão investir aqui, além de tornar o mercado mais líquido porque terá um fluxo maior de pessoas operando.

Segundo Shelly Shetty diretora sênior de *ratings* soberanos da *Fitch*:

“A alta do rating reflete uma melhora dramática das balanças pública e externa do Brasil, que tem reduzido a vulnerabilidade brasileira ante os choques externos e cambiais e fortifica a estabilidade econômica e reforça suas previsões de crescimento de médio prazo. [...] As autoridades têm estabelecido um caminho de compromisso com a inflação baixa e com o superávit primário, que vêm eliminando as antigas preocupações sobre a sustentabilidade fiscal no médio prazo. [...] A impressionante melhora das finanças externas, em parte puxada pela alta do preço das commodities mas também um resultado da boa gerência política juntamente com o status de credor líquido soberano, fez o Brasil ficar muito mais resistente aos choques financeiros globais e aumentou sua credibilidade em relação à sua política macroeconômica.”

Ainda segundo a Shelly Shetty, o país precisa atacar com mais força alguns pontos fracos (fraqueza estrutural das finanças públicas, pela alta dívida pública 67% do PIB ante 28% da média dos "BBB", pela desfavorável estrutura da dívida interna e pelo ritmo das reformas estruturais), para melhorar o seu *rating*. A diretora da *Fitch* salienta ainda que:

“Reduzindo essas limitações através das reformas, o país confirmaria o potencial da sua economia e faria as finanças públicas serem vistas positivamente. Por outro lado, as persistentes derrapagens políticas que minam a atual estrutura política podem afetar negativamente os ratings do Brasil.”

Já para a agência de classificação de risco *Moody's*, o grande empecilho para o Brasil atingir o grau de investimento segundo sua classificação é o problema da dívida pública brasileira. A atual nota (Ba1), segundo o grupo, ainda classifica o Brasil como grau especulativo, categoria que engloba nações de maior risco de crédito na comparação com países da categoria grau de investimento.

Para o presidente do BNDES, Luciano Coutinho, a elevação do Brasil à categoria de *Investment Grade* representa o reconhecimento por parte do mercado internacional do êxito das mudanças pelas quais passou a economia do país. Ao mesmo tempo, sinaliza um ciclo virtuoso para o país. Tendo como principal efeito o aumento da demanda por ativos brasileiros no exterior pelos fundos de pensão, investimentos em renda fixa e variável entre os principais. Há também o chamado “efeito secundário”, uma aprovação da política econômica atual.

Ainda segundo COUTINHO (2008):

"A obtenção do grau de investimento consolida as mudanças estruturais ocorridas na economia brasileira nos últimos anos. A estabilização da inflação em níveis internacionais, a geração de superávits comerciais elevados, o acúmulo de reservas internacionais e, finalmente, a elevação do volume de investimentos públicos e privados resultam em novo padrão de crescimento econômico e de inserção internacional da economia brasileira."

O grau de investimento alcançado pelo Brasil sinaliza ainda a possibilidade de uma queda da taxa de juros real, tendo em vista que todas as economias que receberam o grau de investimento mostraram queda na taxa de juros. Com o *Investment Grade*, mais pessoas passam a investir, sendo assim, é uma questão de oferta e demanda, podendo assim, a médio prazo o grau de investimento representar uma queda de juros real.

Embora os investidores em geral baseiem suas decisões em diversas análises realizadas e não apenas nas recomendações das agências de risco, algumas fundações e entidades estrangeiras, tais como os fundos de pensão americanos (que administram em conjunto trilhões de dólares), somente são autorizadas a investir em países que possuem o grau de investimento. Portanto, este é o fator, a barreira que separa uma avaliação BBB- e outra BB+, aparentemente tão próximas.

A classificação obtida pelo Brasil abriu portas e caminhos para receber uma nova gama de investimentos até então impensados, colocando o país como opção de relativa segurança com altíssima rentabilidade (considerada a taxa básica de juros de 11,50% a.a.) para milhares de investidores.

Entretanto, a análise do desempenho econômico de outros países que receberam o grau de investimento mostra como padrão uma forte alta na liquidez e valorização dos ativos disponíveis no mercado no curto prazo, seguida de considerável baixa decorrente da realização dos lucros obtidos.

Ainda assim, todas as análises levam ao entendimento de que a chegada do grau de investimento nesse momento da economia mundial confirma o fortalecimento da economia brasileira, demonstrando o descolamento e certa resistência à crise econômica originada no setor imobiliário norte-americano.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo demonstrou o notável desempenho do mercado acionário brasileiro com a implantação do Plano Real, controlando a inflação exacerbada que vinha arrastando-se por décadas. A evolução veio refletida na extraordinária valorização do índice Ibovespa no período pós-real.

A participação no perfil dos investidores também sofreu alterações no período de análise principalmente pelo aumento na quantidade de pessoas físicas e investidores estrangeiros.

A consolidação e o crescimento do mercado acionário brasileiro no período pós-real fizeram com que o valor das empresas listadas na Bovespa se equiparassem ao tamanho do PIB brasileiro.

Ao longo dos anos, diversos esforços foram feitos para oferecer condições favoráveis para investimentos e aumentar a sua credibilidade perante a comunidade financeira internacional. O impacto resultante destas transformações demonstrou que houve um aumento considerável de investidores e no volume de negociações.

Também foi possível constatar que o aumento da participação no mercado de ações brasileiro no período estudado apresentou uma forte correlação com a queda na taxa de juros.

Outro dado importante observado foi a relação inversa em o Risco-País e o mercado acionário revelado principalmente pelo fluxo de investimos externos no período abordado.

O desenvolvimento do mercado de capitais, em particular o mercado acionário, exerce importância estratégica para o desenvolvimento sócio-econômico de um País. O mercado de capitais Brasileiro veio suprir a lacuna, como alternativa em termos de financiamento de longo prazo, de fomentar a atividade produtiva e tornar-se um instrumento de desenvolvimento do país, que durante muitos anos era exercido praticamente por meio de um só canal, o BNDES. Observou-se no período um acréscimo muito superior de empresas que captaram recursos no mercado de capitais em comparação com os desembolsos do BNDES, principalmente em 2007, com a entrada de 64 novas empresas abrindo seu capital.

Conforme abordado neste estudo, o mercado acionário brasileiro tem se destacado perante os mercados emergentes, tornando-se recentemente, o maior mercado emergente do mundo, posto este alcançado em 2008 com o aumento da participação no peso do índice dos mercados emergentes (MSCI GEM).

A essência deste cenário positivo, que permitiu um desempenho robusto do mercado acionário brasileiro no período pós-real, teve como base de sustentação a redução da taxa

básica de juros, alta liquidez internacional e a significativa redução da vulnerabilidade interna e externa da economia brasileira. As diversas crises que afetaram o desempenho do mercado acionário em épocas passadas vêm se tornando, com o passar dos anos, menos nefastas que outrora.

Diversos indicativos destes fatores supracitados ainda presumem que o potencial do mercado acionário brasileiro terá sustentabilidade nos próximos anos. Recentemente, com o grau de investimento obtido por duas das principais agências de classificação de risco *Standard & Poor's* e Fitch reforçam estas projeções.

Apesar deste extraordinário desempenho ainda é preciso melhorar em diversos aspectos para alinhar-se às nações mais desenvolvidas. A relação Dívida/PIB apresenta-se muito elevada, apesar de apresentar melhoras nos últimos anos, no confronto com os dados de outros países em condição semelhante a do Brasil. As taxas de juros também se apresentam muito elevadas, para que possam absorver maiores investimentos produtivos. Outro fator que será indispensável para o crescimento sustentado de investimentos ao país, são as reformas estruturais e institucionais capazes de diminuir os obstáculos ao investimento e ao comércio.

O mundo encontra-se hoje em um cenário altamente favorável aos emergentes, com preços de commodities em alta e um excesso de liquidez nos mercados. O Brasil, que nos últimos anos, diminuiu suas vulnerabilidades econômicas e sua dependência em relação a capitais estrangeiros possui grande riqueza em commodities e está caminhando para sua auto-suficiência energética, com os biocombustíveis e as recentes descobertas de campos de petróleo.

Todas estas perspectivas favoráveis foram capazes de gerar o mais longo ciclo de crescimento econômico dos últimos 20 anos, e a partir disso, o país poderá extrair vantagens competitivas deste ciclo virtuoso que está passando, e garantir perspectivas de crescimento sustentado a longo prazo.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DAMODARAN, ASWATH. Filosofias de Investimento: Estratégias bem-sucedidas e os investidores que a fizeram funcionar. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.

SANDRONI, Paulo. Dicionário de Economia. 5a. edição. São Paulo: Best Seller, 2000.

LACERDA, Antonio Corrêa de. Economia brasileira. 2. ed. São Paulo: Saraiva 2003.

GIL, Antonio Carlos. Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas, 1999.

LAKATOS, E. M. & MARCONI, M. A. Fundamentos de metodologia científica. 3ed. São Paulo: Atlas, 1991.

BEUREN, Ilse Maria. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2003.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. 10ª edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

GITMAN, Laurence J. Princípios de administração financeira. São Paulo: HERBRA, 1997.

LEITE, H.P.; SANVICENTE, A.Z. Índice Bovespa: Um Padrão para os Investimentos. São Paulo: Atlas, 1994.

STIGLITZ, J.E. Governo, Mercado Financeiro e Desenvolvimento Econômico. Revista Brasileira de Economia, São Paulo, nº.3, 1990.

GUERRA, L. F., O Mercado Acionário no Brasil: posição relativa, potencial de crescimento e prioridades de ação, Dissertação de Mestrado em Administração, EAESP, FGV, São Paulo, 2002.

MOTTA, J. R. S. Uma Análise da Relação entre Mercado de Capitais e Desenvolvimento. Consultor Legislativo da Área IX – Estudo Jan/2001.

SILBER, Simão Davi. Mudanças Estruturais na Economia Brasileira (1988-2002): Abertura, Estabilização e Crescimento. Disponível em: <<http://www.usp.br/prolam>> .Acesso em: Maio de 2008.

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado. CIP - Câmara Interbancária de Pagamentos. Disponível em: <<http://www.andima.com.br>>. Acesso em: Maio 2008.

SOUZA, Nali de Jesus. Desenvolvimento Econômico. 5a ed. São Paulo: Atlas, 2005.
ABRAPP. Cinquenta propostas para restaurar o mercado de capitais. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/portal/produtos/produtodetalhes.asp?produtoid=28>> Acesso em 10 abril. 2008.

ALVES, Ney Castro. Mercados dinâmicos, princípios eternos: as bolsas, competitividade, futuros e derivativos. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999.

ANDREZO, Andrea Fernandes. Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais. 2. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado financeiro. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema financeiro nacional. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFN>>. Acesso em: 9 fev. 2008.

BARROS, Maria Fernanda Lima da Rocha. A política de divulgação de informações no mercado de capitais brasileiro. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 11 abril. 2008.

BOVESPA. Governança corporativa. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/folderniveis2.pdf>> Acesso em: 6 abril. 2008.

BOVESPA. Novo mercado. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/folder2novo.pdf>> Acesso em: 6 abril. 2008.

BURICHE, Luiz Ary Reis. Manual de divulgação de informações. Rio de Janeiro: IBMEC:APEC, 1981.

CARVALHO, A. Gledson. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. Disponível em: <<http://www.econ.fea.usp.br/gledson/down/ascencao.pdf>>. Acesso em: 15 abril. 2008.

CASTRO, Hélio O. P. Carrero. Introdução ao mercado de capitais. 6. ed. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Cartilha de recomendações da CVM sobre governança corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/nv310502.pdf>> Acesso em: 11 abril. 2008.

CNBV. Introdução ao mercado de ações: o que é, para que serve, sua importância. 3. ed. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsa de Valores, 1983.

GALVEAS, Ernane. Sistema financeiro e mercado de capitais. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1985.

MARTINEZ, Ana Paula. Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais. Disponível em:<<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 11 abril. 2008.

SANVICENTI, Antônio Zoratto; MELLAGI FILHO, Armando. Mercado de capitais e estratégias de investimentos. São Paulo: Atlas, 1992.

SILVA, Edna Lúcia de; MENEZES, Estera Muskat. Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação. 3.ed. – Florianópolis: Laboratório de ensino a distância da UFSC, 2001.

MACEDO JUNIOR, Jurandir Sell. **A árvore do dinheiro: guia para cultivar a sua independência financeira** / Jurandir Sell Macedo Junior. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

GIANNETTI, Eduardo. **Revista Bovespa São Paulo**, São Paulo, v. nº100, p. 36 - 38 dez. 2006.

CHRISTIAN, Valmir. *Investment Grade e Risco Brasil*, 2007. Disponível em:<<http://chrinvestor.com>>. Acesso em: 20 junho. 2008.

BOVESPA. Introdução ao mercado de capitais. Disponível em:<<http://www.bovespa.com.br/Pdf/merccap.pdf>>. Acesso em: 6 abril. 2008.

PORTALEXAME. Bolsas formarão uma nova companhia e acionistas receberão uma nova ação para cada papel que possuem. Disponível em:< <http://portalexame.abril.com.br>>. Acesso em: 20 maio. 2008.

MACHADO, Julio Henrique. Estrutura de capital e alavancagem financeira. **Contábil & Empresarial Fiscolegis**, São Paulo, 07 abril 2007. Disponível em:<<http://www.netlegis.com.br>>. Acesso em: 22 maio. 2008.

PALOCCI FILHO, Antonio. Brasília, EM Nº 00017/2006 - MF, 2006. Disponível em : <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Exm/EM-17-MF.htm>. Acesso em: 22 maio 2008.

MAGLIANO FILHO, Raimundo. A bolsa e o desenvolvimento. **Isto é Dinheiro**, nº 196, 6 abr. 2003.

GODOY, Denise. Reflexo dos mercados na economia. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 04, abr. 2008.

SILBER, S. D.. O Plano Real, o câmbio flutuante e o ajustamento externo. Informações FIPE, São Paulo, p. 23 - 25, 10 jul. 2004.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. XXV, n.2, p. 384-417, Maio 1970.

SANTACREU, Luis Miguel. Classificação de risco Fator S/A corretora de valores. São Paulo: AUSTIN RATING, 2008. 3 p.

SLATER, Joanna. The emerging market crisis and stock market linkages. *The Wall Street Journal*, New York, 30 jun. 2007. Economics, p. 28.

FALDINI, Roberto. Pequenas empresas não entram, Rio de Janeiro, v. 26, n. 10, 1997. Disponível em: <http://www.empresario.com.br/bolsa/pequenas/empresas_bolsa_peq.html>. Acesso em: 25 maio 2008.

PEREZ, Juan. Cadastro positivo: Um diferencial competitivo, São Paulo, 05 maio 2006. Disponível em:<<http://www.oglobo.com.br/>>. Acesso em: 25 maio 2008.

O GLOBO. Lula sobre a crise: até agora ainda não aconteceu nada com nosso querido Brasil. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/03/18/lula_sobre_crise_ate_agora ainda_ nao_aconteceu_nada_com_nosso_querido_brasil-426286519.asp>. Acesso em: 25 maio 2008.

MUSSOLINI, C. H. Perspectivas melhores para o mercado acionário. **Revista Bovespa**, São Paulo, ano 12, fev/2004.

HRUBY, José Carlos. O mercado de varejo. **Revista RI Relações com Investidores** n. 140, fevereiro de 2008, pág. 18.

TAVARES, Kassia. É incompetência, não ideologia. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 26, fev. 2007. Caderno de economia, p. 22.

INVESTIDORES individuais. **Revista Razão Contábil**, São Paulo, 04 fev. 2008. v. 34, p. 5.

FRANCO, Gustavo. A pujança do mercado de capitais. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 15, 2008. Caderno de economia, p. 33.

SCHNORRENBURGER, Darci. . O ALVORECER DO CAPITAL INTELECTUAL. **Revista Brasileira de Contabilidade**, AMÉRICA LATINA, v. 139, p. 15-26, 2003.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

PEREIRA, Renée. Conquista de mercados externos e internacionalização estão por trás da melhora na lucratividade. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 10, mar. 2008. Caderno de economia, p. 36.

ECONOMÁTICA: programa. In: CSE - USFSC. Base de dados para análise de investimentos em ações. Florianópolis, 2008.

ALVES, Alúcio. O Brasil no topo do mundo. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 26 de fevereiro de 2008, p. B-8 e B-9.

COUTINHO, Luciano. Grau de investimento é reconhecimento dos avanços da economia brasileira, São Paulo, 30 abril 2008. Disponível em:<
http://www.bndes.gov.br/noticias/2008/not071_08.asp>. Acesso em: 02 junho 2008.